Stock Purchase Warrants

Eine Untersuchung dieser besonderen Effektenart des nordamerikanischen Wertpapiermarktes

Bernt Rohrer

Stock Purchase Warrants

Eine Untersuchung dieser besonderen Effektenart des nordamerikanischen Wertpapiermarktes

B. UNIV. BIBLIOTHEK LEIPZIG

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

vorgelegt von
Bernt Rohrer

1962

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Referent: Professor Dr. Otto Hintner
Korreferent: Professor Dr. Murad Ferid

Tag der mündlichen Prüfung: 25. Juli 1962

Meinen Eltern

R. UNIV. BIBLIOTHEEK LEIDEN

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546826_0061

Vorwort

Die Verflechtung der Weltwirtschaft zeigt sich auch in der ständig zunehmenden Internationalisierung des Börsengeschehens. In Deutschland ist das Interesse an ausländischen Effekten ebenfalls laufend gewachsen. Die vorliegende Arbeit ist ein Versuch, eine in Deutschland relativ unbekannte, besondere Effektenart des nordamerikanischen Wertpapiermarktes, den Stock Purchase Warrant, der ein langfristiges Anrecht auf den Kauf von Aktien verbrieft, in einer geschlossenen Analyse darzustellen. Neben dem Wesen und dem Inhalt sowie den für die Gestaltung und die Emission dieser Wertpapiere maßgeblichen rechtlichen Grundlagen und Voraussetzungen, wurden ebenso die Funktionen der Stock Purchase Warrants untersucht.

Die Art der Untersuchung brachte es mit sich, daß ich zwangsläufig vor allem auf amerikanische Veröffentlichungen angewiesen war. Es liegt mir deshalb daran, allen Banken und Stellen in Deutschland zu danken, die mir dieses Quellenmaterial vermittelten und ebenso den Personen, Gesellschaften und Organisationen in den Vereinigten Staaten, die mir unmittelbar Unterlagen zur Verfügung stellten oder Auskünfte gegeben haben. Ohne diese Hilfe hätte die nachstehende Abhandlung, die sich auf

ein, auch in der amerikanischen Literatur keineswegs erschöpfend behandeltes Spezialgebiet bezieht, nicht vollendet werden können.

Im besonderen ist es mir aber ein Bedürfnis, meinem verehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. Otto Hintner, für wertvolle Anregungen bei der Abfassung dieser Arbeit auch an dieser Stelle meinen Dank auszudrücken.

München, Dezember 1961 Bernt Rohrer

Inhaltsverzeichnis

Seite

Einleitung..... 1

Erster Teil
Der Stock Purchase Warrant

I. Abschnitt
Die Entwicklung der Stock Purchase Warrants..... 4

1. Entstehung..... 4
2. Heutige Bedeutung..... 8

II. Abschnitt
Begriff und Wesen..... 13

1. Definition..... 13
2. Rechtsnatur..... 15
   a) Wertpapier..... 15
   b) Optionsrecht..... 19
3. Abgrenzung von anderen Wertpapierarten... 20
   a) Warrants..... 20
   b) Scrip Certificates..... 22
   c) Allotment Certificates..... 23
   d) Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks..... 25

III. Abschnitt
Die rechtlichen Voraussetzungen der Emission von Stock Purchase Warrants..... 28

1. Bundesrecht..... 28
2. Recht der Einzelstaaten..... 31

Seite

IV. Abschnitt
Die Ausstattung von Stock Purchase Warrants..... 41

1. Arten..... 42
a)"Non-Detachable Warrants"..... 42
b)"Detachable Warrants"..... 44
c)"Detached Warrants"..... 47
d)"Separately-issued-Warrants"..... 48
2. Optionsberechtigung..... 49
3. Laufzeiten..... 50
4. Optionsfristen und Optionstermine..... 51
5. Optionsverhältnis..... 53
6. Optionskurs..... 56
a) Konstante Optionskurse..... 58
b) Variable Optionskurse..... 60
7. Optionsobjekt..... 62
8. Art der Bezahlung..... 63
9. Sicherung des Optionsrechtes..... 64
a) durch die Bereitstellung von Aktien... 64
b) durch Schutz vor Beeinträchtigung (Dilution)und Vernichtung..... 67

Zweiter Teil
Stock Purchase Warrants als Kapitalanlage und als Finanzierungsmittel

I. Abschnitt
Betrachtung vom Standpunkt des Anlegers..... 72

1. Sicherheit..... 73
2. Rentabilität..... 74
3. Kapitalzuwachsmöglichkeiten..... 75

Seite

a) Vor Beginn der Optionsfrist..... 75
b) Während der Optionsfrist..... 76
ba) Bei unter dem Optionskurs liegenden Aktienkursen..... 76
bb) Bei über dem Optionskurs liegenden Aktienkursen..... 83

II. Abschnitt
Betrachtung vom Standpunkt der Gesellschaft..... 92

1. Gründe für die Ausgabe von Stock Purchase Warrants..... 92
a) Erleichterung der Kapitalbeschaffung.. 92
b) Verwendung bei außergewöhnlichen Finanzierungsmaßnahmen..... 100
2. Auswirkungen von Stock Purchase Warrants. 104
a) Auf die Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft..... 104
b) Auf die Ertragskraft und auf den Kurs der Stammaktien..... 105

III. Abschnitt
Die steuerliche Behandlung von Stock Purchase Warrants..... 109

1. Die von der Gesellschaft zu tragenden Steuern..... 111
a) Bei der Emission..... 111
b) Bei der Optionsausübung..... 112
2. Die vom Anleger zu tragenden Steuern..... 114
a) Beim Erwerb..... 114
b) Beim Verkauf..... 115
c) Bei der Optionsausübung..... 116
d) Laufende Besteuerung..... 117

Seite

Schluß..... 121

Literaturverzeichnis..... 124

Anhang..... 131

E i n l e i t u n g

Im Gegensatz zu Deutschland, wo - abgesehen von vorübergehend auftauchenden Effektenmischformen, die jedoch keine bleibende Position von Bedeutung erlangen konnten - die Aktie und die Obligation in ihren reinen Formen als Hauptfinanzierungsträger der Aktiengesellschaften im Bereich des öffentlichen Kapitalmarktes anzusehen sind,[1] ist eine derartige Beschränkung in den Vereinigten Staaten nicht gegeben. Der nordamerikanische Kapitalmarkt bietet vielmehr ein sehr variationsreiches Bild, was die Art und Ausstattung der vorherrschenden Effektenarten anlangt. Auf Grund der geringen Formstrenge des nordamerikanischen Gesellschaftsrechts können sich die Kapitalgesellschaften der verschiedensten Finanzierungsmittel bedienen und diese, abhängig von den zugrunde liegenden Verhältnissen und den jeweiligen Zielsetzungen, sehr viel weitgehender als in Deutschland nach ihren Bedürfnissen ausstatten, wodurch sie, wie die Praxis zeigt, immer wieder "neue" Wertpapierarten schaffen.

Eine Eigenart der jüngeren amerikanischen Finanzierungspraxis ist es zudem, daß die Kapitalbeschaffung durch Ausgabe von Bonds oder Preferred Stocks, abgesehen vielleicht von den zwanziger Jahren, meist

---

1) Von Schuldscheindarlehen, die von Kapitalsammelstellen direkt übernommen werden, die also nicht über den öffentlichen Kapitalmarkt gehen, ist hier abgesehen.

umfangreicher gewesen ist als die Finanzierung auf dem Wege über die Stammkapitalerhöhung.[1] In den Jahren 1955 mit 1960 wurden beispielsweise 2.321 Emissionen von Bonds und Preferred Stocks im Gesamtwert von 32,6 Mrd.Dollar durchgeführt, gegenüber 3.252 Aktienemissionen im Werte von nur 12,4 Mrd.Dollar.[2] Weiterhin typisch für die nordamerikanischen Finanzierungsgewohnheiten ist die oftmalige Ausstattung von Bonds und Preferred Stocks mit Zusatzrechten in der Form von Wandlungs- oder Optionsrechten auf Aktien.[3] So waren z.B. von den 1959 begebenen 353 Bonds und Preferred Stocks im Werte von 4,3 Mrd.Dollar der Anzahl nach 44% (156 Stück) und dem Kapitalbetrag nach 23% mit Zusatzrechten versehen. 1960 handelte es sich ebenfalls bei 165 (44%) von insgesamt 376 Emissionen im Werte von 5,3 Mrd.Dollar um Bonds und Preferred Stocks, die ein Wandlungs- oder Optionsrecht aufwiesen. Wertmäßig belief sich der Anteil auf etwas über 11%.

Von diesen Zusatzrechten hat sich als besonders interessante Variante, sowohl vom Standpunkt des

---

1) Vgl. Miller, Stanley R.: Recent Trends in Corporate Financing, in : The Commercial and Financial Chronicle, Vol.176, No.5170, S.3 ff.
2) Diese und die nachfolgenden Zahlen wurden dem Corporate Financing Directory, Investment Dealers' Digest für die Jahre 1955 mit 1960 entnommen. Die in diesen Heften enthaltenen Zahlen umfassen sämtliche von amerikanischen Gesellschaften während eines Jahres am öffentlichen Kapitalmarkt plazierten Emissionen. Eine gesonderte Erfassung von Preferred Stocks und Bonds, die mit Zusatzrechten ausgestattet sind, erfolgt aber erst seit dem Jahre 1959.
3) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I, 5th Edition, New York 1953, S.257 ff.

Anlegers als auch von dem des Emittenten, der Stock Purchase Warrant herausgebildet. Diese Wertpapiere sind nicht mit den Genußscheinen des deutschen Aktienrechts (§ 174 Abs.3 AktG) zu vergleichen, da sie nicht wie die Genußscheine Rechte (in der Form von reinen Gläubigerrechten) gewähren, wie sie sonst den Aktionären zustehen. Ihre Entsprechung in der deutschen Finanzierungspraxis finden Stock Purchase Warrants vielmehr in den Optionsscheinen der Optionsanleihen (§ 174 Abs.1 Akt Diese Optionsscheine, die den Stock Purchase Warrants nachgebildet wurden, waren gewöhnlich ebenfalls rechtlich selbständige Urkunden.[1)] Sie sind jedoch heute praktisch völlig in Vergessenheit geraten. Da die vorliegende Arbeit sich mit den amerikanischen Gegebenheiten befaßt und um Unklarheiten zu vermeiden, ist von einer Eindeutschung der amerikanischen Terminologie in den folgenden Ausführungen in diesem wie auch in ähnlich gelagerten Fällen bewußt abgesehen worden.

---

1) Vgl. Linnhoff, Hans-Otto: Optionsanleihen, Berlin 1956, S.66.

Erster Teil

Der Stock Purchase Warrant

I. Abschnitt

Die Entwicklung der Stock Purchase Warrants

1. Entstehung

Während längerer Zeit beeinflußten die Finanzierungsmethoden der amerikanischen Eisenbahngesellschaften den nordamerikanischen Kapitalmarkt in entscheidendem Ausmaß. Die ersten großen Emissionen der amerikanischen Finanzgeschichte wurden von diesen Gesellschaften durchgeführt, und eine Vielzahl neuer Finanzierungsmedien verdankte ihnen ihre Entstehung.[1] So wurden nach Berle und Warren Stock Purchase Warrants zum erstenmal 1872 von der Illinois Central Railroad zusammen mit Obligationen ausgegeben.[2]

Bis zur Mitte der zwanziger Jahre dieses Jahrhunderts bildeten Emissionen von Warrants nur Ausnahmefälle. Erst um 1925 begann man, sich ihrer in größerem Ausmaß zu bedienen, und zwar hauptsächlich im Zusammenhang mit

---

1) Vgl. Guthmann and Dougall: Corporate Financial Policy, 3rd Edition, Englewood Cliffs New Jersey 1959, S.262.
2) Vgl. Berle and Warren: Cases and Materials on the Law of Business Organisations (Corporations), Brooklyn 1947, S.380.

der Emission von anderen Wertpapieren oder anläßlich von Sanierungen.[1)]

In den darauffolgenden Jahren bis zu Beginn der weltweiten wirtschaftlichen Depression in den dreißiger Jahren stieg die Anzahl der Warrants beständig, und auch wertmäßig kam ihnen eine ziemliche Bedeutung zu. "Für den 6-Jahres-Zeitraum 1925 bis 1930 geben Moody's and Poor's Manuals 8.908 amerikanische Effektenemissionen mit einem Gesamtnennwert (oder Verkaufswert bei nennwertlosen Emissionen) von 28.496.061.156 Dollar an. Hiervon waren zahlenmäßig 5,9% und wertmäßig 7,4% mit 'stock purchase warrants' ausgestattet. Die von Investment Trusts vorgenommenen Emissionen mit Aktienbezugsrechten beliefen sich zahlenmäßig auf 8,9% und wertmäßig auf 16,2% der gesamten Emissionen. Die Verwendung von 'stock purchase warrants' nahm innerhalb der 6-Jahres-Periode progressiv zu. Im Jahre 1929 waren zahlenmäßig 10,1% und wertmäßig 18,9% aller Effektenemissionen mit Optionsscheinen (Stock Purchase Warrants - d.Verf.) versehen."[2)] Den Höhepunkt dieser Entwicklung stellte zweifelsohne die Ausgabe von Warrants durch die American & Foreign Power Company dar, die insgesamt zum Kauf von 7 1oo ooo Aktien der Gesellschaft berechtigten. Zum Zeitpunkt ihrer Höchstkurse 1929 besaßen diese Warrants einen Marktwert von insgesamt über einer Milliarde Dollar, eine Summe, die größer war als der Wert aller im Juli 1932, also drei Jahre später, an der New York Stock Exchange gehandelten nordamerikanischen Eisenbahnaktien.[3)]

---

1) Vgl. Graham and Dodd: Security Analysis, Principles and Technique, 3rd Edition, New York Toronto London 1951, S.570.
2) Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.91.
3) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.542 und 570.

Warrants vermittelten ihren Besitzern dank ihres spekulativen Charakters in den hektischen Jahren vor 1929 zum großen Teil große Gewinne. Dies ist um so verständlicher, wenn man weiß, daß 75% aller damals von bedeutenden Gesellschaften emittierten Warrants von Investment Trusts, Holdinggesellschaften öffentlicher Versorgungsbetriebe und Unternehmen der Flugzeugindustrie ausgegeben worden waren, also von Unternehmungen, die zu dieser Zeit mit zu denjenigen mit den größten Wachstumschancen gehörten.[1)]

Auch später während der Depression und in der darauffolgenden Zeit sowie in den vierziger Jahren während des Krieges wurden von den Gesellschaften Warrants mit anderen Wertpapieren zusammen emittiert, und auch die Anleger verloren das Interesse an dieser Wertpapierart nicht.[2)]

Eine von Graham und Dodd durchgeführte Untersuchung über die bei der Securities and Exchange Comission während der Zeit vom 1.April 1937 bis zum 30.September 1939

---

1) Vgl. Dewing, A. Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I, S.266 ff.

2) "Nevertheless, the habit of issuing securities with warrants, once established, was continued during the years of depression and during the succeeding war years of the nineteen forties. Companies with strong credit found that the addition of warrants to bonds and preferred shares made them more attractive to investment bankers and their clients. Even in the midth of the depression the investor-speculator would pay something for a gamble; and in the period of the rapidly rising prices during the Second World War, the public would pay liberally for the shadow of a possible profit." Dewing, A. Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I, S.267.

registrierten Emissionen von Bonds und Preferred Stocks ergibt das in Tabelle 1 dargestellte Bild.[1)]

Tabelle 1

Anzahl der Emissionen

Arten der emittierten Wertpapiere	insgesamt	mit Warrants
langfristig, dinglich gesicherte Bonds	135	8
langfristig, ungesicherte Bonds (debentures)	79	4
kurzfristige Bonds	11	1
Preferred Stocks	214	10

In den ersten Nachkriegsjahren dagegen änderte sich das Bild. Stock Purchase Warrants wurden zu einer immer selteneren Erscheinung auf dem amerikanischen Kapitalmarkt, da nur wenige Neuemissionen stattfanden und die alten Warrants ausliefen. Graham und Dodd erwähnen z.B. daß 1950 von insgesamt 2 5oo Bonds und 95o Preferred Stocks, die von den Wirtschaftsdiensten Fitch Incorporated und Standard & Poor Corporation zu dieser Zeit in ihren monatlichen Börsenstatistiken erfaßt wurden, nur acht Bonds und fünf Preferred Stocks mit Warrants ausgestattet waren. Darüber hinaus seien zu diesem Zeitpunkt

---

1) Vgl. Graham and Dodd: Security Analysis, Principles and Technique, 2nd Edition, New York Toronto London 194o, S.765; zitiert nach Dewing, A. Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I, S.267.

lediglich weitere sieben selbständige (detached) Warrants[1] in diesen Berichten genannt worden.[2]

2. Heutige Bedeutung

Seit Anfang der fünfziger Jahre hat sich eine entgegengesetzte Entwicklung angebahnt. Zwischen 1952 und 1958 wurde eine Vielzahl von neuen Stock Purchase Warrants emittiert, und dieser Trend hat sich in den letzten Jahren fortgesetzt,[3] wie auch aus Tabelle 2

Tabelle 2

Anzahl der Emissionen

Arten der emittierten Wertpapiere	insgesamt	mit Warrants
1959:		
Bonds	291	41
Preferred Stocks	62	4
1960:		
Bonds	337	49
Preferred Stocks	39	3

---

1) Vgl. Erster Teil, IV. Abschnitt, 1c dieser Arbeit.
2) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.570.
3) Vgl. Fried, Sidney: The Speculative Merits of Common Stock Warrants, New York 1961, S.8; sowie Standard & Poor's Corporation, The Outlook, New York 1959, Vol.31, No.44, S. 566 ff.

zu ersehen ist.[1)]

Gegenwärtig werden ca. 22o verschiedene Warrants an den einzelnen amerikanischen Börsenplätzen gehandelt, davon 17 an der American Stock Exchange (siehe Tabelle 3), 123 im "Over-the-Counter Market"[2)] in New York und ungefähr weitere 8o Stück an den übrigen Börsenplätzen der Vereinigten Staaten.[3)4)]

Auch die in Tabelle 4 angegebenen Umsatzzahlen der 17 an der American Stock Exchange gehandelten Stock Purchase Warrants sowie die zum Vergleich angeführten Umsätze in den Common Shares der betreffenden 17 Gesellschaften geben ein klares Bild von der Bedeutung, die gegenwärtig den Stock Purchase Warrants zukommt.

---

1) Die Werte für die Tabelle wurden dem Corporate Financing Directory für die Jahre 1959 und 196o entnommen. Eine gesonderte Erfassung der Emissionen von Warrants erfolgte erst seit dem Jahr 1959.
2) "Eine sehr bedeutende Rolle spielt in den USA der sogenannte 'Over-the-Counter market', dem Wesen nach etwa dem deutschen ungeregelten Freiverkehr vergleichbar." Hintner, O.: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S.19.
3) Laut Auskunft von Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Frankfurt/Main an eine deutsche Bank.
4) Auf Anfrage wurde von der New York Stock Exchange mit Brief vom 2.11.196o bestätigt, daß gegenwärtig an der New York Stock Exchange keine Warrants gehandelt werden.

Tabelle 3

An der American Stock Exchange gehandelte Warrants

Gesellschaft	Anzahl der gegenwärtig in Umlauf befindlichen Warrants [1]
Alleghany Corporation	1 999 4oo
Armour & Company	311 244
Atlas Corporation	5 o42 o92
General Acceptance Corporation	25o ooo
Guerdon Industries, Inc.	26o ooo
Hilton Hotels Corporation	45o ooo
Mack Trucks, Inc.	191 o9o
Martin Company	2oo ooo
Molybdenum Corporation of America	176 284
Pacific Petroleums Ltd.	6oo ooo
Rio Algom Mines	2 67o ooo
United Industrial Corporation	5o1 ooo
Sperry Rand Corporation	2 2oo ooo
Symington Wayne Corp.	263 973
Tri-Continental Corporation	92o ooo
Textron Inc.	6oo ooo
Van Norman Industries	124 656
Insgesamt:	16 759 739

1) Stand vom 31.3.1961; vgl. hierzu auch Anlage 5.

Tabelle 4

Umsatzzahlen, aufgegliedert nach Stück pro Monat, für das erste Halbjahr 1961[1)]

Monat	Stock Purchase Warrants	Common Shares[2)]
Januar	853 2oo	2 938 8oo
Februar	912 1oo	3 451 8oo
März	1 511 7oo	4 954 1oo
April	1 7o4 5oo	5 219 4oo
Mai	994 2oo	2 72o 7oo
Juni	629 5oo	2 1o6 3oo
Insgesamt:	6 6o5 2oo	21 391 1oo

Für die Zeit vom 1.Januar bis 3o.Juni 1961 ergibt sich auf Grund der obigen Zahlen ein durchschnittlicher Tagesumsatz in Warrants von ca 5o ooo Stück gegenüber einem durchschnittlichen Tagesumsatz in den Aktien der entsprechenden Gesellschaften von über 16o ooo Stück.

Da von den im "Over-the-Counter Market" in New York und von den an den übrigen Börsenplätzen gehandelten Warrants keine fortlaufenden Umsatzzahlen publiziert

---

1) Briefliche Mitteilung einer deutschen Bank vom 21. und 24.7.1961.
2) Mit Ausnahme der Common Shares von vier Gesellschaften, werden diese Aktien an der New York Stock Exchange gehandelt.

werden, können Vergleichszahlen aus diesen Märkten nicht angeführt werden.[1] Ebenso werden in den Vereinigten Staaten auch keine laufenden Statistiken über die wertmäßigen Umsätze in Stock Purchase Warrants geführt.[2]

Zusammenfassend kann aber wohl gesagt werden, daß, obwohl Stock Purchase Warrants zu den selteneren Erscheinungen des amerikanischen Effektenmarktes gehören, ihnen trotzdem keineswegs eine nur unbedeutende Aussenseiterrolle zukommt.

---

1) Laut schriftlicher Mitteilung von Eliot H. Sharp, Editor, Investment Dealers' Digest vom 26.1o.196o.
2) Laut Schreiben vom 26.1o.196o von Richard Whiting, Research Director der R.H.M. Associates, einer Anlageberatungsfirma, die als Spezialist für Stock Purchase Warrants gilt.

II. Abschnitt

Begriff und Wesen

1. Definition

Stock Purchase Warrants, auch "option warrants" genannt, sind Zertifikate, die ein Anrecht (Optionsrecht) auf den Kauf von Aktien verbriefen.[1)]

Nach Natur und Art haben sie eine Ähnlichkeit mit den sog. "calls" (security options), denen ein Vorprämiengeschäft, nach deutscher Auffassung, zugrunde liegt.[2)] Die Laufzeit dieser Effekten ist aber nur kurzfristig, meist zwischen 3o Tagen und 6 Monaten. Zudem werden sie von besonderen Börsenhändlern (call brokers and dealers) ausgegeben und gehandelt, und der geltende Zinssatz spielt bei der Festsetzung des Preises eine gewisse Rolle.[3)]

Stock Purchase Warrants dagegen werden von den Gesellschaften selbst im Rahmen ihrer Kapitalbeschaffungsmaßnahmen emittiert. Der Inhaber von Warrants hat das

---

1) Vgl. § 14, Delaware General Corporation Law.
2) " A call is a negotiable contract for an agreed premium which entitles the holder thereof, at his option, to buy, on or before a fixed date, a specified number of shares at a predetermined price." Leffler, George L.: The Stock Market, 2nd Edition, New York 1957, S.364; sowie Obst-Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34.Aufl., Stuttgart 1955, S.631 ff. (Prämiengeschäfte).
3) Vgl. Garner and Forsythe: Stock Purchase Warrants and "Rights", in: Southern California Law Review, Vol.IV.,No.5, 1931, S.274.

Recht, Aktien der Gesellschaft in einem bestimmten Verhältnis, zu einem gewissen Preis und meist innerhalb eines längeren Zeitraumes, der aber auch unbegrenzt sein kann, gegen Hingabe des "Warrant Certificate" zu erwerben.[1)2)]

Von den Bezugsrechten, in den Vereinigten Staaten gewöhnlich "pre-emptive rights" genannt, sind Stock Purchase Warrants grundsätzlich zu unterscheiden.[3)]

Stock Purchase Warrants sind nach amerikanischer Auffassung "Securities", und die Vorschriften des "Securities Act of 1933" bestehen deshalb in vollem Umfang auch für diese Papiere, ebenso wie der Handel in Warrants dem "Securities Exchange Act of 1934" unterliegt.[4)] Der Begriff "Security" ist aber nicht identisch mit dem Wertpapierbegriff nach deutscher Anschauung, sondern vielmehr weit umfassender.[5)] Da der Eigentümer von Warrants jedoch ein Optionsrecht auf den Kauf von

---

1) "The warrants are certificates which confer upon the holder the privilege of exchanging them for common stock of the company in a certain ratio, at a stated price, and within a stated period of time, or without no time limit at all." Fried, Sidney, a.a.O.,S.6.
2) Vgl. Giguère, Guynemer: Warrants, a Mathematical Method of Evaluation, in: Analysts Journal, November 1958, S.17.
3) Vgl. Erster Teil,II.Abschnitt, 3a dieser Arbeit.
4) Vgl. Erster Teil,III.Abschnitt, 1 dieser Arbeit.
5) "In summary, the definition of security is so broad as to make the careful practitioner examine any proposed distribution of receipts, interests or paper to ascertain whether a security is involved." Baker and Cary: Cases and Materials on Corporations, 3rd Edition, Brooklyn 1958, S.1062.

Aktien hat und für die Ausübung dieses Rechts die Innehabung der Urkunde erforderlich ist, sind Warrants auch nach deutscher Rechtsauffassung als Wertpapiere zu bezeichnen.[1] Stock Purchase Warrants werden ferner an Wertpapierbörsen, wo sie selbst nicht konkret vorhanden sind, lediglich nach Stückzahl, Betrag und Gattung, ohne Ansehung der Stücke selbst, gehandelt, so daß sie vertretbare Wertpapiere, also Effekten sind.[2]

2. Rechtsnatur

Gemäß der Definition sind Stock Purchase Warrants Wertpapiere, die ein Optionsrecht beinhalten.

a) Wertpapier

Stock Purchase Warrants werden von den Gesellschaften regelmäßig in der Form von "bearer certificates" ausgegeben.[3] Das bedeutet, daß dem jeweiligen Inhaber (bearer oder holder) des Wertpapiers (security) die in diesem verbrieften Rechte zustehen, es sich also um eine dem Inhaberpapier im Sinne des deutschen Rechtes gleichende Urkunde handelt,[4] wobei allerdings gewichtige Einschränkungen bezüglich der Übertragbarkeit des Papiers gemacht werden müssen. Während nach deutschem Recht Inhaberpapiere durch Einigung und Übergabe der Urkunde wie bewegliche Sachen (§§ 929 ff. BGB) übertragen werden

---

1) "Ein Wertpapier ist eine Urkunde, in der ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, daß zur Ausübung des Rechts die Innehabung der Urkunde erforderlich ist." Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, 8.Aufl., Berlin und Frankfurt a.Main 1960, S.1.
2) Vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S.52 und 53.
3) Vgl. Dewing, A. Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I. S.265; sowie Garner and Forsythe, a.a.O., S.387.
4) Vgl. Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, S.15.

und auch ein gutgläubiger Erwerb durch Dritte, selbst bei gestohlenen Inhaberpapieren, möglich ist (§§ 932, 935 II BGB, § 366 HGB),[1] sind diese Eigenschaften dem "bearer certificate" nach amerikanischem Recht nicht immanent.[2]

Vielmehr muß ein "bearer certificate" nach amerikanischem Recht auch "negotiable"[3] sein, um durch einfache Übergabe übertragen werden zu können und um den gutgläubigen Erwerber von gestohlenen Wertpapieren gegen Einwendungen zu sichern.[4]

Ein Wertpapier, das als "negotiable instrument" angesehen werden soll, kann aber grundsätzlich nicht dazu gekoren werden, wenn es den Vorschriften des "Negotiable Instrument Law" nicht entspricht.[5][6]

Zwar ist eine der Voraussetzungen für die "negotiability" eines Wertpapiers nach diesem Gesetz, daß es sich um ein "bearer certificate" handelt, aber

---

1) Vgl. Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, S.15.
2) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.389.
3) "Primarily 'negotiable' indicates transferability within a certain facility. Of almost equal importance has been the quality of suability by the holder pro tempore." Columbia Law Review, Vol.XXIV, No.6, 1924, S.563.
4) Vgl. Kerr, Thomas S.: Business Law, Principles and Cases, 2nd Edition, New York and London 1944, S.613 ff.; sowie Garner and Forsythe, a.a.O., S.388, und Trumpler, H.: Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten von Amerika, Basel 1942, S.164.
5) Das Negotiable Instrument Law, auch Uniform Negotiable Instrument Law genannt, ist ein in Anlehnung an die englische Bill of Exchange entstandenes Gesetz zur Vereinheitlichung dieses Rechtsgebietes in den USA. Das Gesetz ist von fast allen Staaten im Wortlaut oder mit geringfügigen Abänderungen übernommen worden. Vgl. Beutel's Brennan: Negotiable Instrument Law, 7th Edition, Cincinnati 1948, S.1353 ff.
6) Vgl. Beutel's Brennan, a.a.O., S.215 und S.225.

bei der versprochenen Leistung muß es sich ferner ausschließlich um eine Zahlung in Geld handeln.[1)]

Aus letzterem Grund sind Stock Purchase Warrants ebenso wie "stock certificates" von sich aus keine "negotiable instruments".[2)3)] Während "stock certificates diese Eigenschaften durch das von fast allen Staaten angenommene Gesetz des "Uniform Stock Transfer Act" erhalten haben,[4)] gibt es kein entsprechendes Gesetz für Warrants.[5)]

Auch liegen keine gerichtlichen Entscheidungen vor, die Stock Purchase Warrants grundsätzlich als "negotiable instruments" anerkennen.[6)]

Einen Ausweg aus dieser rechtlichen Unsicherheit, die den Handel in Warrants sehr erschweren würde, hat man aber insofern gefunden, als man heute in den der Emission von Warrants zugrunde liegenden Vertrag ("warrant agreement" oder "contract") Bestimmungen aufnimmt, durch die eine "quasi-negotiability" gewährleistet wird und diese Klauseln auch auf dem Wertpapier ausdrücklich vermerkt.[7)]

---

1) Vgl. Section 1, Uniform Negotiable Instrument Law.
2) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.388 ff.
3) "Stock certificates are written evidences of ownership of shares of stock. ... . Stock certificates, being instruments evidencing participation in ownership rather than evidences of debt like promissory notes or bonds, are not inherently negotiable." Bogen, Jules I.: Financial Handbook, 3rd Edition, New York 1959, S.408.
4) Vgl. Ballantine, H.W.: Ballantine on Corporations, Revised Edition, Chicago 1946, S.763.
5) Vgl. Berle and Warren, a.a.O., S.380.
6) Vgl. Berle and Warren, a.a.O., S.380.
7) Vgl. Anlage 1 und 2 dieser Arbeit.

Zwar sind die Vertragsparteien außerstande, entgegen den Vorschriften des "Negotiable Instrument Law" ein Wertpapier durch Vereinbarung zum "negotiable instrument" zu machen -ein Grundsatz, der durch mehrere Gerichtsentscheidungen bekräftigt wurde[1]-, aber sie können Stock Purchase Warrants durch entsprechende Vertragsklauseln die gleichen, rechtlich erheblichen Eigenschaften verleihen.[2]

Warrants sind also, was ihren wertpapierrechtlichen Status nach amerikanischem Recht anlangt, in aller Regel "bearer certificates",[3] die auf Grund vertraglicher Vereinbarung "quasi-negotiable" sind, und entsprechen somit in etwa dem Inhaberpapier nach deutschem Recht.

---

1) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.389.
2) "... the qualities of a negotiable instrument may be secured by the insertion of a proper contract agreement in the option warrant itself ..." Berle and Magill: Cases and Materials in the Law of Corporation Finance, St.Paul Minnesota 1942, S.140.
3) Sehr selten werden Stock Purchase Warrants als "certificates in registered form" ausgegeben, was bedeutet, daß sie in ein bei der Gesellschaft geführtes Registerbuch eingetragen sind und nur der jeweils eingetragene Eigentümer von der Gesellschaft als Inhaber der im Warrant verbrieften Rechte angesehen wird. Nur dieser oder ein ordnungsgemäß beglaubigter Bevollmächtigter des eingetragenen Eigentümers kann eine Übertragung im vorgenannten Buch veranlassen. "Warrants in registered form" entsprechen somit ihrer Rechtsnatur nach dem Rektapapier nach deutschem Recht. Als Beispiel für diese außergewöhnlich seltene Art von Warrants seien die Warrants der Atlas Corporation genannt.

b) Optionsrecht

Das den Inhabern von Warrants zustehende Recht ist unbestrittenermaßen ein Optionsrecht.[1] Dabei handelt es sich aber nicht um ein gesetzliches Recht, wie das des Bezugsrechtes (pre-emptive right), sondern um ein vertraglich vereinbartes Anrecht auf den Kauf von bestimmten Aktien.[2] Es ist ein Gestaltungsrecht, denn durch die Ausübung des Rechtes wird der Inhaber des schuldrechtlichen Anspruchs auf den Kauf von Aktien zum Aktionär und erwirbt dadurch ein Mitgliedschaftsrecht.

Die Form der Geltendmachung des Optionsrechtes richtet sich nach dem Warrant-Vertrag. Wenn keine zeitliche Begrenzung für die Ausübung der Option vorgesehen ist, kann der Inhaber von Stock Purchase Warrants sein Recht zu jeder Zeit ausüben, und die Gesellschaft ist verpflichtet, dem Berechtigten gegen Zahlung des vereinbarten Preises die ihm zustehenden Aktien zu übereignen.[3] Besteht eine zeitliche Begrenzung für die Optionsausübung, so wird das Recht nach Ablauf der Optionsfrist, die vertraglich vereinbart ist, hinfällig, und der Inhaber hat auf Grund der Tatsache, daß er das Recht nicht ausgeübt hat, keine Ansprüche gegen die Gesellschaft.[4]

Das Optionsrecht beinhaltet aber keine Aktionärs- und Mitgliedschaftsrechte, so daß der Inhaber von Stock Purchase Warrants weder ein Stimmrecht in der Hauptversammlung noch ein gesetzliches Bezugsrecht oder einen Anspruch auf Dividende hat.[5] Dieser Grundsatz wurde sogar von den Gerichten gelegt und wird allgemein anerkannt.[6]

---

1) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.277.
2) Vgl. Baker and Cary, a.a.O., S.94o.
3) Vgl. Berle and Warren, a.a.O., S.380; sowie Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I., S.265.
4) Vgl. Hills, George S.: Convertible Securities - Legal Aspects and Draftsmanship, in: California Law Review, Vol. XIX, 1929, No. 1, S.16 ff; sowie Ballantine, H.W., a.a.O., S.514.
5) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.385.
6) Vgl. Gay versus Burgess Mills, in: Atlantic Reporter, Band 74, 1909, S.714.

3. Abgrenzung von anderen Wertpapierarten

a) Warrants

Der Begriff "Warrant" ist im englisch-amerikanischen Sprachgebrauch sehr weitläufig[1)2)] und ist in keiner Weise nur auf die Wertpapierart, die Gegenstand dieser Arbeit ist, beschränkt.

So können Warrants auch Lagerscheine (mercantile warrants)[3)] oder andere Anweisungen sein,[4)] die ihre Entsprechung in den in §§ 783 ff. BGB und 363 ff. HGB geregelten Wertpapierarten des deutschen Rechts finden.[5)]

Ferner bezeichnet man in Nordamerika manchmal Urkunden, die auf Grund gesetzlicher Bezugsrechte von den Gesellschaften an die Aktionäre im Rahmen von Kapitalerhöhungen ausgegeben werden, als Warrants.[6)] Sie werden ebenso wie normale Effekten im Freiverkehr oder auch an einer der Börsen ge- und verkauft,[7)] unterscheiden sich aber in wesentlichen Punkten von den Stock Purchase Warrants. Bei diesen die Bezugsrechte verbriefenden Warrants handelt es sich um Wert-

---

1) "The word 'warrant' is a term of wide signification and in a very general sense it means authorization; that which gives authority for some act or course; ... also, a token of such." Corpus Juris Secundum, Vol.93, Brooklyn 1956, S.554.
2) Vgl. Encyclopaedia Britannica, Vol.23, Chicago London Toronto 1959, S.366 ff.
3) Vgl. Encyclopaedia Britannica, Vol.23, S.367.
4) Vgl. Corpus Juris Secundum, Vol.93, S.554 ff.
5) Vgl. Hueck, A.: Recht der Wertpapiere, S.17 ff.
6) Vgl. Clendenin, John C.: Introductions to Investments, 2nd Edition, New York Toronto and London 1955, S.219; sowie Leffler, George L., a.a.O., S.397.
7) Vgl. Husband and Dockeray: Modern Corporation Finance, 4th Edition, Homewood Illinois 1957, S.350.

papiere, die originär nur Altaktionären zukommen und kraft derer der Inhaber einen Anspruch auf den Bezug einer bestimmten Anzahl von Shares -oder auch von Bruchteilen einer Aktie- zum Bezugskurs hat.[1)]

Diese Warrants existieren aber nicht langfristig und werden aus Unterscheidungsgründen auch oft als "rights" oder als "stock subscription warrants"[2)] bezeichnet.[3)]

Die "subscription warrants" sind also grundsätzlich von den Stock Purchase Warrants zu unterscheiden, die, unabhängig davon, ob der Ersterwerber schon Aktionär ist oder nicht, ausgegeben werden und ein langfristiges, vertraglich vereinbartes Recht auf den Kauf von Aktien verbriefen.[4)]

---

1) Vgl. Trumpler, H., a.a.O., S.82.
2) Umgekehrt werden gelegentlich aber auch Stock Purchase Warrants fälschlicherweise als Stock Subscription Warrants bezeichnet. So hat zum Beispiel die Alleghany Corporation ihre Warrants als Stock Subscription Warrants benannt, obwohl es sich hier eindeutig und unbestritten um Stock Purchase Warrants handelt, deren Inhaber das zeitlich unbegrenzte Recht haben, Common Shares der Gesellschaft zum Preise von $ 3.75 pro Aktie zu kaufen.
3) Vgl. Trumpler, H., a.a.O., S.208; sowie Guthmann and Dougall, a.a.O., S.355.
4) "A stock purchase warrant is a written instrument whereby a corporation binds itself for a consideration to deliver shares of its stock to the holder at his election upon payment of a sum certain at a time and under conditions therein enumerated, A 'right' is a written instrument evidencing a privilege declared by a corporation to stockholders to subscribe for shares of its stock for a sum generally less than market value." Garner and Forsythe, a.a.O., S.275.

b) Scrip Certificates

Diese Wertpapiere[1] werden von manchen nordamerikanischen Gesellschaften u.a. anläßlich von Kapitalerhöhungen an Bezugsberechtigte, deren Bezugsrechte aber nur Bruchteile von Aktien, sog. "fractional shares", umfassen, gegen Teilzahlung des Aktienbezugspreises ausgegeben, wenn die Satzungen der Gesellschaft die Ausgabe von "fractional shares" nicht vorsehen oder dieses Verfahren als zu kostspielig angesehen wird. Aus den gleichen Gründen erfolgt inmanchen Fällen die Ausgabe von "Scrip Certificates", wenn sich z.B. beim Umtausch von Convertible Bonds oder Convertible Preferred Stocks oder bei der Ausübung von Optionsrechten durch Innaber von Warrants Spitzen ergeben.

Scrip Certificates sind nicht identisch mit den "stock subscription warrants", sondern werden von den Gesellschaften bei Einreichung dieser kurzfristig bestehenden, über "fractional shares" lautenden "fractional warrants" und Bezahlung des entsprechenden Betrages ausgegeben und können vom Inhaber entweder verkauft oder durch Zukauf dahingehend ergänzt werden, daß ihre Anzahl zum Tausch gegen ganze Aktien berechtigt. Im Gegenteil zu den "stock subscription warrants" haben diese Scrip Certificates gewöhnlich eine Laufzeit von bis zu 3 Jahren.

Diese Zertifikate können zwar somit ebenso wie die Stock Purchase Warrants längere Zeit bestehen und vermitteln dem Inhaber wie diese keine Stimmrechte, dagegen manchmal Anrechte auf Dividenden. Diese werden in der Regel gezahlt, wenn die Zertifikate gegen Aktien eingetauscht oder der Gesellschaft, die dann den entsprechenden Wert in Geld vergütet, zurückgegeben werden. Im Gegensatz zu den Stock Purchase Warrants beinhalten sie aber kein

---

1) Vgl. zu den folgenden Ausführungen Bogen, Jules I., a.a.O., S.454.

Anrecht auf den Kauf von Aktien zu einem bestimmten Kurs (Optionskurs), sondern verbriefen das Eigentum am Bruchteil einer Aktie, ohne dem Inhaber das Recht zur Ausübung irgendwelcher Mitgliedschaftsrechte zu geben.

c) Allotment Certificates

Die Bezeichnung "Allotment Certificate" ist nicht eindeutig, sondern man versteht darunter verschiedene Wertpapierarten, denen jedoch, wie der Name schon sagt, der Anspruch auf Zuteilung von Wertpapieren gemeinsam ist.

So können Stock Allotment Certificates, die im Zusammenhang mit der Emission von Bonds oder Preferred Stocks ausgegeben werden, den Inhaber zum Bezug von Aktien berechtigen.[1] "Während Purchase Warrants (gemeint sind Stock Purchase Warrants - Anm.d.Verf.) nur eine Option gegen Bezahlung ermöglichen, berechtigen 'Stock Bonus Warrants' oder 'Stock Allotment Certificates' zum Bezug von Aktien ohne Zuzahlung, also gratis. Diese Gratisbezugsrechte auf Aktien sind eine so große Begünstigung der Obligationäre, daß sie die mit ihnen ausgestatteten Anleihen aus der Klasse der übrigen herausheben."[2]

Diese Art von Allotment Certificate hat heute indessen nur geringe Bedeutung und Verbreitung,[3] was vor allem darauf zurückzuführen sein dürfte, daß die Gesellschaften mit der für sie günstigeren Ausgabe von

---

1) Vgl. Hundhausen, Carl: Anleihen und Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung, in: ZfhF 1931, S.149.
2) Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O.,S.93.
3) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.80.

Stock Purchase Warrants dieselben Ziele erreichen, ohne den Käufern ihrer Wertpapiere in einem so großen Ausmaß entgegenkommen zu müssen.

Unter Allotment Certificates versteht man ferner eine Wertpapierart, die nach Charakter und Ausstattung den Convertible Bonds ähnlich ist. Diese Allotment Certificates werden zu einem bestimmten Nennbetrag, der von der Gesellschaft jährlich verzinst wird, ausgegeben. Von einem gewissen Zeitpunkt ab können diese Wertpapiere dann sowohl vom Inhaber als auch von der Gesellschaft in ein "Bündel" von anderen Wertpapieren umgewandelt werden. Bei der Umwandlung muß der Inhaber aber nicht wie der Wandelobligationär seinen Bond gegen ein einziges anderes Wertpapier, meist eine Aktie, eintauschen, sondern erhält eben anstelle des Allotment Certificate mehrere verschiedene neue Wertpapiere. Zur weiteren Erläuterung dieser Wertpapierart sei auf einen Auszug aus einem Emissionsprospekt der Associated Gas and Electric Company verwiesen.[1)]

---

1) "Associated Gas and Electric Company. $ 8 Interest Bearing Allotment Certificates. Interest payable semi-annually January 1 and July 1. $ 8 Interest Bearing Allotment Certificates are direct obligations of the Associated Gas and Electric Company, are issuable in fully registered form, and are exchangeable at any time after July 1, 1930, at the option of the holder, or at the option of the Company on thirty days' prior notice, for the following:
5 new shares of Common Stock, Class A, of General Gas & Electric Corporation, and
1/2 share of $ 5 Dividend Preferred Stock of Associated Gas and Electric Company, and
5 new Stock Purchase Rights to purchase Class A and/or Common Stocks of Associated Gas and Electric Company, or Common Stock, Class A, of General Gas & Electric Corporation." Garner and Forsythe, a.a.O., S.291.

Im Gegensatz zu den Stock Purchase Warrants sind diese Allotment Certificates also Schuldverschreibungen. Auch beinhaltet dieser Wertpapiertyp, wie schon gesagt, nicht das Recht zum Kauf von Aktien zu einem bestimmten Preis, sondern ein Wandlungsrecht. Eine Unterscheidung und Abgrenzung zwischen diesen beiden Wertpapierarten ist demnach genau möglich, während sich eine Grenze zwischen Allotment Certificates und Convertible Bonds nur auf Grund des Umtauschobjektes ziehen läßt.

d) Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks

Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks[1] sind den Stock Purchase Warrants insofern ähnlich, als die Inhaber beider Wertpapierarten ein auf vertraglicher Grundlage festgelegtes Recht haben,[2] in der Regel Common Shares[3] unter bestimmten Bedingungen zu erwerben.[4] Man faßt diese Effekten daher oft auch unter dem Begriff "Convertible Securities" zusammen.[5]

---

1) Die Ausstattung der Convertible Bonds ebenso wie der Convertible Preferred Stocks, die sehr unterschiedlich sein kann, wird in einem Vertrag (Indenture) zwischen der Gesellschaft und einem Treuhänder für die Obligationäre bzw. Vorzugsaktionäre geregelt. Vgl. Baker and Cary, a.a.O., S.937 ff.
2) "Conversion is the act of exchanging one class of security for another, the conversion privilege being created by a written contract between the privilege holder and the granting company." Hills, George S., a.a.O., S.1.
3) Daß Convertible Bonds oder Convertible Preferred Stocks anstatt in Common Shares in Preferred Stocks bzw. Bonds umwandelbar sind, ist heute äußerst selten und ungebräuchlich. Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.539 ff.; sowie Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.II., 5th Edition, New York 1953, S.1201
4) Vgl. Hills, George S., a.a.O., S.4.
5) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I., S.258 ff.

Convertible Bonds, denen die deutsche Wandelschuldverschreibung nachgebildet ist,[1] sind, wie der Name schon sagt, Bonds,[2] die zu einem Nennwert ausgegeben werden, mit fester Verzinsung ausgestattet sind und sich von den normalen Obligationen hauptsächlich dadurch unterscheiden, daß sie ein Wandlungsrecht beinhalten.

Im Gegensatz zu den Stock Purchase Warrants, deren Inhaber nur ein Optionsrecht besitzen, bei dessen Ausübung ein festgesetzter Preis für die zu erwerbenden Aktien zu bezahlen ist, hat der Käufer von Convertible Bonds neben dem Anspruch auf den Nominalbetrag und einer festen Verzinsung seines investierten Kapitals auch noch das Wandelrecht, d.h. er kann seine Bonds -eventuell unter Zuzahlung eines geringen Betrages- in Aktien umtauschen.[3]

Gleiches gilt für den Inhaber von Convertible Preferred Stocks, der außer seinen allgemeinen Ansprüchen aus der Aktie sowie der Vorzugsdividende und anderen Vorrechten, die er als Vorzugsaktionär genießt, das Recht hat, seine Preferred Shares in Common Shares umzuwandeln.

Auf Einzelheiten, was die verschiedenen Arten von Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks anlangt, die mit zu den variationsreichsten amerikanischen Wertpapiertypen gehören, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht eingegangen werden.[4]

---

1) Vgl. Rusch, H.: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956, S.113.
2) "A bond is an obligation to pay a fixed sum, with stated interest, which may or may not be secured..." (Unter "unsecured bonds" versteht man Obligationen, die zum größten Teil nur durch die Kreditwürdigkeit des ausgebenden Unternehmens gesichert sind und die man auch als "debenture bonds" oder kurz "debentures" bezeichnet. Convertible Bonds sind fast immer "debentures". Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.504 ff.) Corpus Juris Secundum, Vol. 11, Brooklyn 1938, S.398.
3) Vgl. Hills, George S., a.a.O., S.4.
4) Einen umfassenden Überblick über Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks und die damit

Erwähnt sei nur noch, daß Bonds oder Preferred Stocks, deren Inhabern das nicht in Urkundenform verbriefte Recht zusteht, Stammaktien der Gesellschaft gegen Zahlung eines bestimmten Preises zu erwerben, und die die Möglichkeit haben -jedoch nicht dazu gezwungen sind-, bei Inanspruchnahme des Rechts die Vorzugsaktien bzw. Obligationen zum Nennwert in Zahlung zu geben, fälschlicherweise oft als Convertible Bonds bzw. Convertible Preferred Stocks bezeichnet werden. Richtiger wäre es, sie "Option Bonds"[1] bzw. "Option Preferred Stocks" zu nennen, die wiederum von den Bonds sowie Preferred Stocks mit Stock Purchase Warrant (Warrant-Bearing Issues) zu unterscheiden sind.[2]

---

zusammenhängenden Probleme geben u.a.: Guthmann and Dougall, a.a.O., S.146 ff. und 229 ff.; Montgomery, Robert H.: Financial Handbook, 2nd Edition, New York 1933, S.428 ff.; Bogen, Jules I., a.a.O., S.440 und 505 ff.; Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I., S.260 ff.; Görtz, Hermann: Auswärtige Anleihen, Marburg 1926, S.75 ff.; Dallwig, Kurt: Convertible Bonds, Diss. Frankfurt/Main 1932; Huppertz, Hubert: Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere Mischformen als Mittel der Kapitalbeschaffung in den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Köln 1926; Pilcher, C. James: Raising Capital with Convertible Securities, Ann Arbor. Michigan 1955.

1) Vgl. Obst-Hintner, a.a.O., S.570.
2) Vgl. Clendenin, John C., a.a.O., S.117 und 147.

III. Abschnitt

Die rechtlichen Voraussetzungen der Emission von Stock Purchase Warrants

1. Bundesrecht

Im Gegensatz zu Deutschland beschränkt sich die einschlägige Gesetzgebung des Bundes in den USA auf die Regelung von Einzelfragen, insbesondere auf dem Gebiete des Wertpapieremissionsgeschäftes (Securities Act of 1933) und des Börsenhandels (Securities Exchange Act of 1934).[1] Die Wahrnehmung der durch die Bundesgesetze bedingten Aufgaben obliegt der 1934 geschaffenen "Securities and Exchange Commission" (SEC), einer unabhängigen Bundesbehörde der Vereinigten Staaten von Amerika.[2]

Nach dem "Securities Act of 1933" muss jede Gesellschaft, die Wertpapiere (securities) öffentlich anbietet, d.h. im "interstate and foreign commerce" und mit Hilfe der Post verkauft, bei der SEC den "prospectus"[3] (Emissionsprospekt) und ein sogenanntes "registration

---

1) Vgl. Falkenhausen, B. von : Die Kapitalgesellschaft nach dem Recht der Vereinigten Staaten von Amerika, in : Die Aktiengesellschaft, Nr. 7, 1959, S.186.
2) Vgl. zu den folgenden Ausführungen auch Semmler jun., Johannes : Der Einfluss der Securities and Exchange Commission auf Rechnungslegung und Prüfung rechtlich selbständiger Gesellschaften in den Vereinigten Staaten von Amerika, in : Die Wirtschaftsprüfung, Nr.12, 1960, S.317 ff.
3) Vgl. Anlage 4.

statement" einreichen.[1] Sowohl der Prospekt als auch das "registration statement" müssen eine grosse Anzahl von Einzelangaben enthalten, die im Grundsatz vom Gesetzgeber vorgeschrieben sind und nach Art und Umfang von der SEC auf Grund der ihr eingeräumten Ermächtigungen in Ausführungsbestimmungen festgelegt werden. Vor allem hat der Emittent Aufschluss zu geben über die Vermögens- und Ertragslage des Unternehmens sowie die bereits emittierten Wertpapiere und über Einzelheiten des Emissionsvertrages, der deshalb dem "registration statement" beigefügt werden muss.

Während das "registration statement" bei der SEC verbleibt, wo es allerdings von jedermann eingesehen werden kann, ist der Prospekt, der alle wesentlichen Angaben der der SEC eingereichten Unterlagen zu enthalten hat, jedem Erwerber des emittierten Wertpapiers von der Gesellschaft zur Verfügung zu stellen.

Die SEC kontrolliert jedoch lediglich, ob der Käufer der Wertpapiere alle Informationen erhält, die dieser benötigt, um eine gründliche und sorgfältige Prüfung des emittierten Papieres vornehmen zu können. Scheint dies nicht gewährleistet, so kann die SEC die Beseitigung der Mängel verlangen und bis dahin die Emission der Wertpapiere suspendieren.[2] Die Kommission hat dagegen

---

1) "The term 'security' means any note, stock, treasury stock, ... or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing." Securities Act of 1933, Sec. 2(1), zitiert nach: Symposiumon on the Securities and Exchange Commission, in : The George Washington Law Review, Vol. 28, No.1, Washington 1959, S.XXVI.

2) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. II, S.1065.

nicht die Bonität des zur Emission vorgesehenen Wertpapiers zu prüfen und zu beurteilen und garantiert auch nicht die Richtigkeit der im "registration statement" und im Emissionsprospekt gemachten Angaben. [1] Sie besitzt ferner nicht das Recht, Emittenten, die die gesetzlich vorgeschriebenen Auskünfte erteilt haben, die Emissionsgenehmigung zu verweigern. [2]

Da Emission und Börseneinführung - zwar begrifflich streng voneinander zu trennen - in wirtschaftlicher Hinsicht oft einen einheitlichen Vorgang darstellen, [3] sei erwähnt, dass Gesellschaften, deren Wertpapiere an einer Börse zum Handel zugelassen werden sollen, nach dem "Securities Exchange Act of 1934" einen besonderen Antrag bei der SEC stellen müssen. Das erforderliche "registration statement" entspricht aber im wesentlichen dem anlässlich von Neuemissionen einzureichenden, und die Kommission hat wiederum nur die Aufgabe zu prüfen, ob der Anleger ausreichende Informationen erhält. Allerdings sind die Angaben dieses Zulassungsantrages laufend durch Jahres- und Halbjahresberichte zu ergänzen, deren Form und Gliederung genau vorgeschrieben ist. [4]

---

1) Jeder Emissionsprospekt muss auf der Titelseite folgenden Passus enthalten: "The securities have not been approved or disapproved by the Securities and Exchange Commission nor has the Commission passed upon the accuracy or adequacy of this prospectus. Any representation to the contrary is a criminal offense."
2) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.52.
3) Vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, S.86.
4) Darüber hinaus muss ebenfalls an die Börse, an der die Wertpapiere zum Handel zugelassen werden sollen, ein Zulassungsantrag gerichtet werden, der nach erfolgter Zulassung wiederum durch laufende periodische Mitteilungen zu ergänzen ist. Die z.B.von der New York Stock Exchange verlangten Informationen gehen ihrem Ausmaß nach über die von der SEC geforderten hinaus.

Die öffentliche Emission (public offering) von Wertpapieren und deren Börseneinführung bedarf also in den Vereinigten Staaten gewöhnlich einer unumgänglichen Registrierung durch die SEC (Sec. 5 Securities Act of 1933 und Sec. 12 Securities Exchange Act of 1934).[1] Ziel dieser Bundesgesetze ist es, Gesellschaften, deren Wertpapiere vom breiten Publikum erworben werden können, zum Schutze der Anleger zu einer weitreichenden Publizität zu zwingen.[2] Auf Grund der Bundesgesetzgebung ist es aber der "Securities and Exchange Commission" nicht gestattet, gesetzliche Bestimmungen zu erlassen, die die Art und Form des Emissionsbeschlusses der Gesellschaftsorgane regeln.

2. Recht der Einzelstaaten

Das nordamerikanische Corporation Law[3] stellt, anders als das deutsche Aktienrecht oder das Gesellschaftsrecht im weiteren Sinne, keine gesetzliche

---

1) Ausgenommen von einer Registrierung sind in der Hauptsache nur Emissionen des Bundes und der Einzelstaaten sowie die Erstausgabe von Wertpapieren, deren Gesamtgegenwert $ 300.000 nicht überschreitet - Sec. 3 Securities Act of 1934.

2) Für die Richtigkeit der im Emissionsprospekt und im "registration statement" gemachten Angaben haften die Unterzeichner, die Mitglieder des Board sowie alle Prüfer und Underwriters, die an dem zu registrierenden Vorgang beteiligt sind - Sec. 11 Securities Act of 1933 und Sec. 18 Securities Exchange Act of 1934.

3) Im nordamerikanischen Corporation Law gibt es keine rechtliche Trennung von Kapitalgesellschaften, wie sie im deutschen Recht zwischen der AG und der GmbH besteht; vielmehr ist die "corporation" die Rechtsform sowohl für kleine Familienunternehmen als auch für Großunternehmen. Der Begriff "company" umfasst die

Regelung auf Bundesebene dar. Jeder der fünfzig Einzelstaaten sowie die Territorien Puerto Rico und Virgin Islands und der District of Columbia (Washington) haben vielmehr ihr eigenes Recht.[1] Abgesehen von Louisiana und Puerto Rico, wo der französische Code Civil bzw. altes spanisches Recht die Grundlage bildet, bauen die Rechtssysteme aller anderen nordamerikanischen Einzelstaaten und Territorien auf dem aus England überkommenen Gewohnheitsrecht auf.[2] Aus diesen Gründen stimmen die Gesetze der einzelnen Staaten in den Grundzügen überein, wenn sich auch in manchen Einzelheiten zum Teil nicht unerhebliche Unterschiede ergeben.[3] Zur Vereinheitlichung trägt ferner bei, dass Auslegung und Fortentwicklung der Gesetze (Statute Law) - ebenso wie in England - der Rechtsprechung überlassen sind und dass das dergestalt geschaffene richterliche Recht (Case Law) nicht unbedingt an Staatsgrenzen gebunden ist, weswegen es auch einen Vorzug gegenüber dem Gesetzesrecht genießt.[4] Hinzu kommt,

---

"corporation" wie auch jede nicht rechtsfähige Körperschaft. Vgl. Falkenhausen, B. von, a.a.O., S.186; sowie Trumpler, H., a.a.O., S.V.

1) Bestrebungen, das Corporation Law auf Bundesebene zu vereinheitlichen, gehen bis auf das Jahr 1928 zurück, in dem die "Conference of Commissioners on Uniform State Laws" den "Uniform Business Corporation Act" entwarf, der 1943 in "Model Business Corporation Act" umbenannt und 1957 zurückgezogen wurde. Ferner hat das "Committee on Corporate Laws of the American Bar Association" in den vierziger Jahren ebenfalls einen, heute aber noch bestehenden "Model Business Corporation Act" geschaffen, der in mehreren Staaten als Grundlage für die Neuschaffung von "Statute Corporation Laws" gedient hat. Laut brieflicher Mitteilung von George C. Seward, Mitglied des Committee on Corporate Laws, vom 2o.April 1961.

2) Vgl. Falkenhausen, B. von, a.a.O., S.186.

3) Vgl. Hueck, H.: Gesellschaftsrecht, 10.Auflage, München und Berlin 196o, S.111.

4) Vgl. Trumpler, H., a.a.O., S.4.

dass sich das gesetzlich festgelegte Corporation Law meistens auf die Regelung des Aussenverhältnisses auch von Kapitalgesellschaften beschränkt und für die Rechte und Pflichten der Gesellschafter und Organe hauptsächlich das durch richterliche Entscheidungen fundierte Gewohnheitsrecht (Common Law) maßgeblich ist.[1)]

Im Gegensatz zum deutschen Gesellschaftsrecht gibt das nordamerikanische den einzelnen Gesellschaften für ihren Gestaltungswillen einen weitaus größeren Spielraum. Die Rechte und Aufgaben der Organe, insbesondere das Recht, über die Emissionen von Wertpapieren zu beschließen, werden daher im einzelnen durch die Satzung (Articles or Certificate of Incorporation) und durch eine besondere Geschäftsordnung (By - Laws), die grundsätzlich von den Gesellschaftern erlassen wird, vertraglich geregelt.[2)] Allerdings dürfen die in der Satzung und in der Geschäftsordnung - sie muss in Übereinstimmung mit der Satzung abgefasst werden - enthaltenen Abmachungen und Bestimmungen weder den gewohnheitsrechtlichen Prinzipien noch dem "Corporation Statute Law" des jeweiligen Gründungsstaates widersprechen.[3)]

Die grundsätzliche Befugnis einer "Stock Corporation", Stock Purchase Warrants zu emittieren, war ursprünglich umstritten, was besonders für Warrants mit ewiger Laufzeit zutraf.[4)] Die langjährige Gewohnheit amerikanischer Ge-

---

1) Vgl. Falkenhausen, B. von, a.a.O., S.187.
2) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.53 ff. und 63.
3) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.52 und 63.
4) Noch heute ist die Zulässigkeit der Ausgabe von Stock Purchase Warrants an Underwriters, Promoters und Angestellte der Gesellschaft umstritten, da die Gefahr einer mißbräuchlichen Ausnutzung des Vorrechtes zum Nachteil der Anteilseigner besteht. Einige Gerichte und auch einzelstaatliche Gesetze haben daher

sellschaften, Warrants auszugeben, sei es im Zusammenhang mit Bonds oder Preferred Stocks oder unabhängig von anderen Wertpapieren, wurde jedoch 1929 vom Staate Delaware legalisiert. Das General Corporation Law von Delaware enthält seit dieser Zeit in § 14 eine Vorschrift, die die Ausgabe von Warrants ausdrücklich für zulässig erklärt. Der Gesetzgeber ging sogar einen Schritt weiter als die Praxis, da er das Recht, über die Ausgabe zu beschließen, allein dem "Board of Directors"[1] zuwies - es sei denn, die Satzung der Gesellschaft schreibt ausdrücklich die Zustimmung der Anteilseigner vor - und ferner Stock Purchase Warrants mit ewiger Laufzeit zuließ.[2]

Dem Beispiel von Delaware ist eine Reihe von Staaten, darunter die wichtigsten, was die Anzahl der in Ihnen gegründeten Corporations anlangt, gefolgt. Das sehr weitgehende und von der Fachwelt negativ beurteilte Recht des Board, Stock Purchase Warrants ohne

---

die Emission dieser Warrants von der Zustimmung der Aktionäre abhängig gemacht. Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.192 ff. und 514 ff.; sowie Columbia Law Review, Vol. XXIX, New York 1929, S.491 ff.; sowie § 18a Model Business Corporation Act.

1) "Anders als die AG kennt die amerikanische Kapitalgesellschaft nur zwei Organe, die Gesellschafterversammlung (shareholders-meeting) und den von dieser gewählten Verwaltungsrat (board of directors). Der Board vereinigt in sich die Funktionen des Vorstandes und des Aufsichtsrates." Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.189.

2) "It thus became possible for the board of directors, by simple resolution, to authorize options on all or any part of the company's capital stock at any price deemed fit, and such options may run for ever." Berle,A.A. : Investors and the revised Delaware Corporation Act, in : Columbia Law Review, Vol. XXIX, S.570.

Einwilligung der Anteilseigner auszugeben, wurde von diesen Staaten ebenfalls in ihre Gesetze aufgenommen.[1)2)] In der Mehrzahl der einzelstaatlichen Gesetze aber sind Warrants auch heute noch nicht berücksichtigt, obwohl sich das Bild vielleicht in Zukunft durch den Einfluss des Model Business Corporation Act (§ 18 a) der amerikanischen Bar Association, der sich weitgehend den durch das Corporation Law von Delaware geschaffenen rechtlichen Verhältnissen unterordnet, ändern wird.[3)] Die grundsätzliche Fähigkeit von "Stock Corporations", Warrants zu emittieren, wird jedoch heute allgemein und uneingeschränkt anerkannt.

Die Befugnisse des Board, Stock Purchase Warrants auszugeben, können in ihrer wirtschaftlichen Bedeutung durch ein den alten Aktionären zustehendes Bezugsrecht eingeschränkt werden. Dieses Recht, das im Prinzip bei der Ausgabe von neuen Aktien auch in den Vereinigten Staaten existiert, steht den jeweiligen Anteilseignern

---

1) Vgl. § 296 California Civil Code; § 14: 8-4 New Jersey Act; § 14 Nebraska General Corporation Law; § 20.76 Ohio General Corporation Act; § 611 Pennsylvania Business Corporation Act. Zitiert nach Ballantine,H.W., a.a.O, S.516.

2) Eine Ausnahme in diesem Zusammenhang bilden nur die Gesetze der Staaten Ohio und Louisiana, die die Ausgabe von Warrants allein im Zusammenhang mit anderen Wertpapieren gestatten. Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.516, und Stevens, Robert S.: Handbook on the Law of Private Corporations, 2nd Edition, St. Paul Minnesota 1949, S.424.

3) "The Model Act was used as the basis for the statutes of Wisconsin (1951), Oregon (1953), District of Columbia (1954), Texas (1955), Virginia (1956), North Dakota (1957), Alaska (1957), Colorado (1958), and Iowa (1959). In 1961 Utah and Wyoming approved revised corporation actswhich followed substantially the Model Business Corporation Act." Laut brieflicher Mitteilung von George C.Seward, Mitglied des "Committee on Corporate Laws" vom 20.April 1961.

ebenso anlässlich der Emission von Stock Purchase Warrants zu, die den Anspruch, Aktien der Gesellschaft zu erwerben, verbriefen.[1] In den Vereinigten Staaten jedoch ist das Bezugsrecht (pre-emptive right) weitaus schwächer ausgebildet als beispielsweise in Deutschland.[2] Nach den meisten einzelstaatlichen Gesetzen kann das Bezugsrecht schon bei der Gründung im Certificate of Incorporation oder später durch eine einfache, nur in wenigen Fällen durch eine qualifizierte Mehrheit der Gesellschafter ausgeschlossen werden,[3] sofern das Gesetz nicht überhaupt vorsieht, dass allein bei ausdrücklicher Erwähnung im Certificate of Incorporation ein solches Recht bestehen soll.[4] Ferner existiert heute das Bezugsrecht in den meisten Staaten dann nicht, wenn es sich bei den zu emittierenden Aktien um solche handelt, die im Rahmen des "authorized capital"[5] aus-

---

1) Vgl. Hills, George S., a.a.O., S.4+11; Garner and Forsythe, a.a.O., S.380; Ballantine, H.W., a.a.O., S.491.
2) Vgl. Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.212; sowie Drinker : The Preemptive Right of Shareholders to subscribe to New Shares, in : Harvard Law Review, Vol. 43, 1930, S.586.
3) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.491; Baker and Cary, a.a.O., S.884; Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.212.
4) Vgl. § 1106 California Corporation Code. Zitiert nach Baker and Cary, a.a.O., S.885.
5) "Das angelsächsische Recht kennt kein festes Grundkapital im deutschen Sinne, das vor der Entstehung der Gesellschaft voll übernommen oder gezeichnet sein muss. Die Satzung setzt vielmehr einen Höchstbetrag fest, bis zu dem die Gesellschaft Aktien ausgeben darf (authorized capital), im Gegensatz zu dem tatsächlich ausgegebenen Kapital, dem issued capital. Letzteres ist eine veränderliche Größe in dem Sinne, dass sie sich ohne Satzungsänderung erhöhen kann, indem die Verwaltung im Rahmen des authorized capital

gegeben werden.[1] Gleiches gilt für "treasury shares", d.h. Aktien, die schon einmal emittiert worden waren, im Laufe der Zeit aber zurückgekauft wurden und sich zum Zeitpunkt der Emission im Besitz der Gesellschaft befinden.[2][3] Analog besitzen die Anteilseigner bei der Ausgabe von Stock Purchase Warrants in diesen Fällen ebenfalls kein Bezugsrecht. Praktisch wird also das den alten Aktionären zustehende Bezugsrecht nur in den seltensten Fällen eine Beschränkung für die Ausgabe von Stock Purchase Warrants darstellen.

Eine weitere Voraussetzung für die Emission von Stock Purchase Warrants kann der Beschluss über die Reservierung der notwendigen Anzahl von Aktien bilden, wenn die Ausübung des Optionsrechtes durch die Bereitstellung von Aktien gesichert werden soll. Die nordamerikanische Kapitalgesellschaft hat hierbei die Wahl zwischen drei Möglichkeiten, die sich nach Maßgabe der rechtlichen Erfordernisse unterscheiden. Allein im

---

weitere Aktien ausgibt. Demgegenüber ist das genehmigte Kapital des deutschen Rechts nur ein Mittel zu einer vereinfachten Erhöhung des Grundkapitals, das seinerseits aber stets fest übernommen werden und aus der Satzung in seiner jeweiligen Höhe ersichtlich sein muss." Hueck, A.: Gesellschaftsrecht, S.175.

1) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.489; Baker and Cary, a.a.O., S.899; sowie Yasik versus Wachtel, in: Michigan Law Review, Vol. 40, 1940, S.115.

2) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.490; Baker and Cary, a.a.O., S.887.

3) Die meisten einzelstaatlichen Gesetze gestatten den Ankauf von vollbezahlten Common Shares durch die Gesellschaft, unter der Voraussetzung, dass das Grundkapital der Gesellschaft (stated capital) dadurch nicht verwässert wird, d.h. die Mittel für den Kauf müssen aus den Rücklagen (capital surplus) kommen. Diese dergestalt erworbenen Aktien - mit den Vorratsaktien nach § 51 AktG vergleichbar - berechtigen die

Ermessen des Board steht der Beschluss über die Reservierung von "treasury shares".[1] Grundsätzlich bei der Gesellschafterversammlung, in aller Regel aber durch die Satzung dem Board übertragen ist, hier als zweite Möglichkeit genannt, die Entscheidung, ob und wieviele neue Aktien im Rahmen des "authorized capital" ausgegeben werden sollen.[2] Soll schließlich die Reservierung der Aktien im Rahmen einer Erhöhung des "authorized capital" erfolgen, so ist hierfür immer die Zustimmung der Anteilseigner notwendig. Eine derartige Erhöhung, die eine wesentliche Satzungsänderung (Amendment of the Articles of Incorporation) darstellt, kann nur mit einer bestimmten und jeweils gesetzlich vorgeschriebenen Mehrheit der Aktionäre - in den meisten Staaten ist eine Dreiviertelmehrheit Voraussetzung - beschlossen werden.[3] Gewöhnlich wird man jedoch versuchen, diese Art der Kapitalerhöhung zu vermeiden, indem man schon bei der Gesellschaftsgründung das "authorized capital" so hoch festsetzt, dass eine spätere Erhöhung kaum je notwendig wird.

Werden die Stock Purchase Warrants nicht allein, sondern zusammen mit Bonds oder Preferred Stocks emittiert, so bildet der Emissionsbeschluss für diese Wertpapiere noch eine weitere rechtliche Voraussetzung für

---

Gesellschaft aber nicht zur Ausübung des Stimmrechtes. Vgl. Trumpler, H., a.a.O., S.116; Ballantine, H.W., a.a.O., S.402 und 604 ff.

1) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.471 ff.
2) Vgl. Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.188; Baker and Cary, a.a.O., S.881 und 888.
3) Vgl. Baker and Cary, a.a.O., S.97 und 876; Ballantine, H.W., a.a.O., S.643; Stevens, Robert S., a.a.O., S.430 ff.

die Ausgabe der Warrants, wenn im gewissen Sinne auch nur indirekt, denn der Emissionsbeschluß für die Stock Purchase Warrants erfolgt rechtlich in Unabhängigkeit davon, ob sie mit Bonds oder Preferred Stocks zusammen emittiert werden oder nicht.[1] Es ist deshalb begrifflich und rechtlich zwischen der Beschlussfassung über die Emission von Bonds oder Preferred Stocks und über die von Stock Purchase Warrants zu unterscheiden. Was die Ausgabe von Bonds betrifft, so ist der Board allein befähigt, darüber zu beschliessen.[2] Die Ausgabe von Preferred Stocks ist nur dann immer von der Zustimmung der übrigen Aktionäre abhängig, wenn die Satzung bis dato keine Autorisation enthielt, da es sich in diesem Falle um eine wesentliche Satzungsänderung handelt. Sind die Preferred Stocks dagegen schon autorisiert, jedoch noch nicht ausgegeben, so wird im allgemeinen nur die Zustimmung der betroffenen Vorzugsaktionäre erforderlich sein, wenn nicht der Board durch die Satzung allein zur Entscheidung befugt ist.[3]

---

1) Das seit der Schaffung des § 14 Delaware Corporation Act in Delaware bestehende Recht des Board, beim Fehlen anderslautender Bestimmungen in der Satzung der Gesellschaft über die Ausgabe von Warrants zu beschliessen, existiert unabhängig davon, ob die Warrants allein oder mit anderen Wertpapieren emittiert werden. Dieses Recht besteht in einer Vielzahl von Einzelstaaten und wurde vom Model Business Corporation Act (§ 18 a) ebenfalls übernommen.
2) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.120 und 494.
3) Vgl. Buxbaum,Richard M.: Preferred Stocks - Law and Draftmanship, in : California Law Review, Vol. 42, No.2, 1954, S.290 ff. und 294 ff.

Die nordamerikanische Kapitalgesellschaft hat also, zusammenfassend gesagt, das Recht, Stock Purchase Warrants auszugeben, und die rechtlichen Prämissen sind, abgesehen von der bei allen Emissionen von Wertpapieren (Securities), die am öffentlichen Kapitalmarkt plaziert werden notwendigen Genehmigung des Bundes, in aller Regel lediglich die Beschlüsse des Board of Directors.

IV. Abschnitt

Die Ausstattung von Stock Purchase Warrants

Neben der Definition und der grundsätzlichen Regelung der Emissionsvoraussetzungen enthalten die einzelstaatlichen Gesetze keine Bestimmungen, die sich mit der Ausstattung von Stock Purchase Warrants befassen. Da sich darüber hinaus auch die Gerichte nicht eingehender mit dieser vertragsrechtlichen Frage der Ausstattung befaßt haben, herrscht auf diesem Gebiet Vertragsfreiheit.[1)]

Die Ausstattung von Stock Purchase Warrants und somit auch die Rechte der Warrantinhaber werden infolgedessen ausschließlich durch einen Vertrag (warrant agreement, warrant contract oder warrant indenture) geregelt, der zwischen der Gesellschaft und einem Treuhänder (warrant agent), meist einer Bank, geschlossen wird.[2)] Der Rahmen, innerhalb dessen sich die Vertragsgestaltung abwickelt, bildet jedoch eine gewisse Standardform des Vertragsentwurfes (draftsmanship), die sich im Laufe der Zeit auf Grund gewonnener Erfahrungen und gewisser Gewohnheiten herausgebildet hat.[3)] Dies schließt aber nicht aus, daß die von einzelnen Gesellschaften abgeschlossenen Verträge sehr unterschiedlich sein können.

---

1) Vgl. Berle and Warren, a.a.O., S.380; Hills, George S., a.a.O., S.1.
2) "A warrant holder's rights are derived,from and limited by, his contract." Garner and Forsythe, a.a.O., S.385.
3) Vgl. Hills, George S., a.a.O., S.38.

1. Arten

Stock Purchase Warrants können entweder selbständig und unabhängig von oder zusammen mit anderen Effekten emittiert werden. Mit die häufigste Art der Emission dieser Wertpapiere ist jedoch die kombinierte Ausgabe von Warrants und Bonds oder Preferred Stocks. Deshalb seien nachstehend die insgesamt möglichen Arten von Warrants beschrieben, die sich auf Grund unterschiedlicher -auf den jeweiligen Vertragsbedingungen beruhenden- Ausgabemodalitäten ergeben, obwohl sich entsprechend der Zielsetzung der Arbeit die Ausführungen sonst nur auf Stock Purchase Warrants beschränken, die Effekten, also vertretbare Wertpapiere sind.

a) "Non-Detachable Warrants"

Diese Warrants können nicht vom Obligationär oder Vorzugsaktionär von den Bonds oder Preferred Stocks (Senior Securities) abgetrennt werden.[1] Allerdings ist zwischen solchen Warrants zu unterscheiden, die während der ganzen Laufzeit der Senior Securities "non-detachable" bleiben, und jenen, die nach einer gewissen Frist von der Gesellschaft oder deren Agenten abgetrennt werden können und damit zu selbständigen und vertretbaren Wertpapieren werden, die getrennt verwertbar sind.[2]

Warrants, die auf Grund vertraglicher Festlegung grundsätzlich und permanent "non-detachable" sind, können folgerichtig nicht vom Innaber eines Bonds oder Preferred Stocks verkauft werden, und entsprechend ist auch die Optionsausübung nur durch den jeweiligen Obligationär oder Vorzugsaktionär möglich. Lediglich

---

1) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.452.
2) Vgl. hierzu die Ausführungen unter 1 b und 1 c dieses Abschnitts.

anläßlich der Optionsausübung -dann besteht der Warrant aber nicht fort- oder, falls der Warrant-Vertrag dies vorsieht, wenn die zugrunde liegende Schuldverschreibung bzw. Vorzugsaktie gekündigt oder fällig wird, können Warrants, die dauernd "non-detachable" sind, durch den Warrant-Agenten abgetrennt werden.[1] Im letzteren Fall gehen die Warrants sonst mit dem Auslaufen der Senior Securities unter.

Als Beispiel für Warrants, die zwar in Form einer Urkunde ausgegeben wurden, aber dauernd "non-detachable" waren, sei die Emission der Thermoid Company angeführt. Deren 1951 fällige 5%ige First Lien Collateral Trust Bonds (eine durch erstrangige Hypotheken und einen nicht weiter zu belastenden Wertpapierfonds gesicherte Anleihe) waren mit je drei "Non-Detachable Warrants" pro 1.000 Dollar Nennbetrag ausgestattet, von denen je einer ein Optionsrecht zu 8 Dollar bzw. 12 Dollar und 16 Dollar pro Share verbriefte.[2] Die Warrants gingen mit dem Auslaufen der Anleihe unter.

In den Jahren 1925 bis 1929 waren die "Non-Detachable Warrants" relativ häufig und gebräuchlicher als die im folgenden zu erläuternden "Detachable Warrants". Diese werden seit Anfang der dreißiger Jahre und auch heute noch von den Gesellschaften bevorzugt, da sich herausgestellt hat, daß die Anleger für Wertpapiere mit diesem Warranttyp größeres Interesse und Neigung zeigen.[3][4]

---

1) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.452.
2) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I,, S.214 und 266.
3) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I., S.266.
4) Bei den in den zwanziger Jahren in Deutschland emittierten Optionsanleihen waren mehrere ebenfalls mit vergleichbaren, nicht abtrennbaren Optionsscheinen

b) "Detachable Warrants"

"Detachable Warrants" in der reinen Form können vom Bond oder Preferred Stock abgetrennt werden, und zwar durch den Wertpapierinhaber selbst; nach der Abtrennung werden sie zu gesondert verwertbaren Wertpapieren, die durch Einigung und Übergabe von einem Inhaber auf den anderen übertragen werden können.[1)]

Als Beispiel für diese Art der "Detachable Warrants" seien die Stock Purchase Warrants, Serie A, der Coastal States Gas Producing Company angeführt, die ursprünglich mit 5 1/2%igen Sinking Fund Debentures[2)] von 1957 emittiert worden waren und mit dem Zeitpunkt der Inbesitznahme durch den Käufer der Bonds abtrennbar (detachable) und ausübbar (exercisable) wurden.[3)]

---

ausgestattet. Es handelte sich dabei um die Anleihen der Vereinigten Stahlwerke AG, Phoenix AG für Bergbau und Hüttenbetrieb, Leipziger Bierbrauerei zu Reudnitz Riebeck & Co. AG, Natronzellstoff- und Papierfabriken AG und Mitteldeutsche Stahlwerke AG. Die Optionsscheine der Anleihen der Rhein-Elbe-Union und der Gesellschaft für elektrische Unternehmungen AG konnten bei Kündigung oder Rückzahlung während der Optionsfrist durch die Obligationäre abgetrennt werden. Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.67.

1) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I., S.266.

2) "A sinkung fund for bond retirement is a periodical appropriation of cash paid to the trustee for the purpose of purchasing or otherwise redeeming bonds, before maturity or retiring them at maturity."
Bogen, Jules I., a.a.O., S.516.

3) Von den deutschen Optionsanleihen besaßen die der folgenden Gesellschaften vergleichbare, sofort abtrennbare und getrennt verwertbare Optionsscheine: August-Thyssen-Hütte Gewerkschaft, Rudolph Karstadt AG, Allgemeine Elektrizitätsgesellschaft AG, Leonhard Tietz AG und Mansfeld AG für Bergbau und Hüttenbetrieb.
Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.67.

Die Warrants der Serie B derselben Gesellschaft, die ebenfalls zusammen mit obiger Anleihe ausgegeben wurden, waren dagegen während eines Zeitraumes von zwei Jahren, gerechnet vom Zeitpunkt der Ausgabe an, nicht abtrennbar und nicht ausübbar. Wurde während dieser Sperrfrist der zugehörige Bond gekündigt, so hatte der Inhaber das Recht, seinen Warrant der Serie B in einen der Serie A umzutauschen. Nach Ablauf dieser Frist konnten sie durch den Inhaber der Bonds von diesen abgetrennt werden und sind bis zum Auslaufen der Warrants im Jahre 1967 auch jederzeit ausübbar.[1)]

Die letzteren Warrants sind aber nicht identisch mit den "Non-Detachable Warrants", die während der ganzen Laufzeit der mit ihnen verbundenen Senior Securities nicht abgetrennt werden können. Als "Detachable Warrants" bezeichnet man nämlich nur solche Warrants, die während der Laufzeit der Obligation oder der Vorzugsaktie vom Obligationär oder Vorzugsaktionär selbst abgetrennt werden können.[2)] Ferner sind diese zeitweilig nicht abtrennbaren Warrants während dieses Zeitraumes regelmäßig auch nicht ausübbar, was bei den andauernd nicht abtrennbaren Warrants nicht der Fall ist.

Ein Mittelding zwischen den "Detachable Warrants" in der reinen Form -abtrennbar durch den Inhaber- und den "Detached Warrants"[3)] bildet die Gruppe der Warrants,

---

1) Die vergleichbaren Optionsscheine der Harpener Bergbau AG Anleihe konnten ebenfalls erst mit Beginn der Optionsfrist durch den Obligationär von der Schuldverschreibung abgetrennt werden. Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.67.
2) Vgl. Guthmann and Dougall, a.a.O., S.148.
3) Vgl. hierzu die Ausführungen dieses Abschnitts unter 1 c.

die während einer gewissen Zeit nach der Ausgabe nicht abtrennbar und ausübbar sind und nach dieser Sperrfrist nur durch die Gesellschaft oder deren Warrant-Agenten abgetrennt werden dürfen. Nach einmal erfolgter Abtrennung -während der Laufzeit der Senior Securities- sind aber auch diese Warrants selbständige und vertretbare Wertpapiere.

So waren z.B. die Stock Purchase Warrants der Sperry Rand Corporation, die ursprünglich mit den 5 1/2%igen Sinking Fund Debentures, fällig im Jahre 1982, ausgegeben worden waren, während des ersten halben Jahres nach der Emission nicht abtrennbar und nicht ausübbar. Innerhalb dieser Zeit konnten sie nur anläßlich einer Kündigung der Bonds durch den Warrant-Agenten abgetrennt werden. Auch nach Ablauf der Sperrfrist hatte der Obligationär nicht das Recht, die Warrants eigenhändig abzutrennen, wenn er die Option ausüben oder die Papiere verkaufen wollte. Um die Stock Purchase Warrants verwerten zu können, mußte der Inhaber vielmehr diese mit den zugehörigen Bonds beim Warrant-Agenten einreichen, der allein das Recht besaß, die Abtrennung vorzunehmen.

Nach der Abtrennung bezeichnet man Warrants nicht mehr als "Detachable Warrants", sondern als "Detached Warrants".[1] Streng genommen handelt es sich daher bei diesen Warrants nicht um "Detachable Warrants", sondern um solche, die anfänglich "non-detachable" sind und nach erfolgter Abtrennung sofort und nur in der abgetrennten Form existieren.

---

1) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.569.

c)"Detached Warrants"

Als "Detached Warrants" bezeichnet man zunächst -wie schon darauf hingewiesen- sämtliche Warrants, die von den Senior Securities, an die sie ursprünglich "attached" waren, abgetrennt worden sind. Dabei kann es sich sowohl um Warrants handeln, die von den Inhabern, als auch um solche, die von dem Warrant-Agenten abgetrennt wurden. Gleichgültig ist es ferner, ob die Warrants vorher permanent nicht abtrennbar waren und nach Fälligkeit oder Kündigung der Bonds oder Preferred Stocks von diesen abgetrennt wurden oder ob sie nur zeitlich befristet nicht abtrennbar waren.

Außerdem werden auch Stock Purchase Warrants als "Detached Warrants" bezeichnet, die schon zur Zeit der Emission der Senior Securities von diesen getrennt sind.[1] Von Armour and Company wurden z.B. die Stock Purchase Warrants den Erwerbern der gleichfalls emittierten 5%igen Debentures schon in der abgetrennten Form geliefert. Im Grunde genommen unterscheiden sich diese Warrants nicht von den jederzeit abtrennbaren Warrants.

An den Börsen werden regelmäßig nur solche Stock Purchase Warrants gehandelt, die entweder von den Senior Securities bereits abgetrennt (detached) oder ursprünglich als "Detached Warrants" geliefert oder jederzeit abtrennbar oder von den Gesellschaften allein emittiert worden sind.[2][3]

---

1) Vgl. Hundhausen, Carl, a.a.O., ZfhwF 1931, S.149.
2) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.514.
3) Gelegentlich entwickelt sich allerdings schon vor der Abtrennung anfänglich nicht abtrennbarer Warrants im Freiverkehr ein Handel für diese Effekten auf der Basis per Erscheinen. Vgl. The R.H.M. Warrant & Low-Price Stock Survey, Vol. IX, No. 14, S.4.

d) "Separately-issued-Warrants"

Wie die Bezeichnung schon besagt, handelt es sich bei diesem vierten Typ um Stock Purchase Warrants, die nicht im Zusammenhang mit anderen Wertpapierarten emittiert werden. Ihrer Rechtsnatur nach sind sie, ebenso wie die anderen Warrants, Wertpapiere, die ein Optionsrecht verbriefen. Was jedoch ihre wirtschaftliche Bedeutung anlangt, so stehen sie hinsichtlich der Häufigkeit der Emissionen sehr hinter den anderen Warrants zurück.[1)]

Sie werden u.a. an Investment Bankers anstelle einer Emissionsgebühr ausgegeben, wie durch die Barnsdall Oil Company im Jahre 1926[2)] oder die Speedry Chemical Products Inc. in den fünfziger Jahren.[3)] Man bezeichnet diese Warrants daher gelegentlich als "banker's options".[4)]

Als sonstige Beispiele für separate Ausgaben von Warrants wäre noch der reguläre Verkauf von Stock Purchase Warrants durch die Fourth National Investor's Corporation 1929 und durch die Phillips Packing Company 1936 zu nennen.[5)] Auch haben Gesellschaften Warrants anläßlich von Sanierungen (reorganization)[6)] im Tausch gegen andere Wertpapiere ausgegeben, so die Collorado

---

1) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.452.
2) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.569.
3) Vgl. Moody's Industrial Manual, American and Foreign, Moody's Investors Service, New York 1961, S.1081.
4) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I, S.265.
5) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.570.
6) "Reorganization is for the purpose of preventing sacrifice sales of the debtor's property and liquidation of its business, thus saving the value of a going concern, after reorganizing the debt and capital structure, for the benefit of the various claimants according to the real value and respective priorities of their interests." Stevens, Robert S., a.a.O., S.936. Vgl. auch Beckmann, L.: Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2.Aufl., Stuttgart 1956, S.160 ff.

Fuel & Iron Company 1936 oder die Erie Railroad Company 1941.[1)]

Nicht als Warrants, im Sinne von Effekten, sind dagegen die häufig an leitende Angestellte einer Gesellschaft gegebenen Optionsrechte zu bezeichnen. Hierbei handelt es sich in aller Regel um nicht verbriefte Rechte, die zudem nicht übertragbar sind und deren Bestellung meist von verbindlichen Zusagen der Angestellten bezüglich ihres weiteren Verbleibs bei der Gesellschaft abhängig gemacht wird.[2)]

2. Optionsberechtigung

Die Untersuchungen über den Begriff und das Wesen der Stock Purchase Warrants haben ergeben, daß das Optionsrecht allein dem Inhaber dieser Wertpapiere zusteht.

Es ist jedoch möglich, daß die Gesellschaft sich ein Kündigungsrecht vorbehält, um dadurch einer zu gewissen Zeiten unwillkommenen Erhöhung des Eigenkapitals und, damit verbunden, einer Verschlechterung der Rentabilität, einer eventuell notwendigen Herabsetzung der Dividende und vielleicht auch einem Absinken der Kurse der Aktien entgegentreten zu können.

Zwar sind in der einschlägigen Literatur keine diesbezüglichen Hinweise zu finden, doch seien zwei Beispiele für Kündigungsrechte von Gesellschaften aus der Praxis angeführt. So behielt sich die Keyes Fibre Company für ihre 500.000 Warrants, die zusammen mit Debentures 1960 emittiert worden waren und bis Ende 1970

---

1) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.570.
2) Vgl. Anlage 4, Abschnitt "Management".

laufen, das Recht vor, diese Warrants erstmalig vom 30. November 1965 ab gegen Zahlung von 1 Dollar pro Stück zurückzurufen. Ebenso können die 50.000 Warrants der United States Shell Homes ein Jahr nach der Ausgabe von der Gesellschaft zu einem Preise von 5 Dollar pro Stück zurückgekauft werden.

Jedoch dürfte es sich hier um Ausnahmefälle handeln, denn bei allen anderen Warrants, die in die Untersuchung mit einbezogen wurden, konnten keine irgendwie gearteten Kündigungsrechte von Gesellschaften festgestellt werden. Man geht daher wohl auch nicht fehl, wenn man diese Beschränkung der Rechte der Inhaber von Warrants als äußerst ungebräuchlich und daneben zugleich als dem Wesen dieser Wertpapierart widersprechend ansieht.

3. Laufzeiten

Die Laufzeit eines Stock Purchase Warrants umfaßt die zwischen der Emission und dem vertraglich festgelegten Zeitpunkt des Untergangs dieser Wertpapiere liegende Periode. Die Dauer der Laufzeit ist bei dem einzelnen Warrant sehr unterschiedlich und kann zwischen zwei und mehr als zwanzig Jahren schwanken oder sogar zeitlich unbegrenzt, d.h. ewig, sein. In den weitaus meisten Fällen wird, wenn die Warrants ursprünglich zusammen mit Bonds oder Preferred Stocks ausgegeben worden waren, ihre Laufzeit aber nicht diejenige der Bonds oder Preferred Stocks überschreiten, sondern in der Regel darunterliegen.[1)]

---

1) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.453.

Am häufigsten sind Warrants mit einer Lebensdauer von bis zu 10 Jahren, wie z.B. die der Lehigh Valley Industries (4 Jahre), der Kerr-Mc Gee Oil Industries (7 Jahre), der Dorsey Corporation (9 Jahre), der Sperry Rand Corporation und der General Tire & Rubber Company (jeweils 10 Jahre). Seltener sind Laufzeiten von über 10, aber unter 20 Jahren, wie u.a. die der Stock Purchase Warrants von Hilton Hotels Corporation (12 Jahre), Uris Building Corporation (14 Jahre) und Texas National Petroleum (15 Jahre). Stock Purchase Warrants, die über 20 Jahre hinaus bestehen, wie z.B. die der Textron Inc. (25 Jahre), sind ebenso selten wie solche mit ewiger Laufzeit (perpetual warrants), wie z.B. die Warrants der Alleghany Corporation oder der Investment Company of America.

4. Optionsfristen und Optionstermine

Unter Optionsfrist (exercise period) soll hier der Zeitraum verstanden werden, innerhalb dessen das Optionsrecht ausgeübt werden kann. Denkbar ist ferner eine Beschränkung der Optionsausübung auf bestimmte Zeitpunkte während der Laufzeit, sogenannte Optionstermine, was bedeutet, daß die Inhaber von Warrants Aktien der Gesellschaft nicht jederzeit erwerben können.[1)]

Je mehr die Optionsausübung beschränkt ist, sei es durch die Gewährung von nur einzelnen Optionsterminen, die Festsetzung einer kurzen Optionsfrist oder durch eine Hinausschiebung des Beginns der Optionsfrist auf einen sehr späten Zeitpunkt nach der Emission der Warrants,

---

1) Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.65.

um so geringer wird das Interesse der potentiellen Käufer an diesen Papieren sein, Besonders im Hinblick auf Warrants, die zusammen mit Bonds oder Preferred Stocks emittiert werden, um diese Obligationen oder Vorzugsaktien vorteilhafter auszustatten und dadurch einen Emissionserfolg sicher zu gewährleisten oder um günstigere Emissionsbedingungen zu erreichen, wird eine möglichst unbeschränkte Optionsausübung von Bedeutung sein.[1)]

Die Dauer der Optionsfrist bei den nordamerikanischen Stock Purchase Warrants ist je nach Gesellschaft sehr unterschiedlich. Allgemein ist in den Vereinigten Staaten jedoch eine wesentliche zeitliche Begrenzung der Optionsausübung während der Laufzeit, sei es in Form einer drastischen Verkürzung der Optionsfristen oder durch die Gewährung von nur einzelnen Optionsterminen nicht nur ungebräuchlich, sondern sie war, abgesehen von einigen Warrants mit anfänglichen, im Verhältnis zur gesamten Laufzeit nicht sehr ins Gewicht fallenden Sperrfristen, bei den in die Untersuchung mit einbezogenen 60 Stock Purchase Warrants nicht feststellbar.

Bei den meisten Warrants stimmen Laufzeit und Optionsfrist überein. Die Ausübung ist dann bis zum Auslaufen der Warrants jederzeit möglich, wenn nicht sogar wie bei den ewigen Warrants eine solche zeitliche Begrenzung überhaupt nicht besteht.

Eine etwaige Sperrfrist für die Optionsausübung, beginnend nach der Emission, kann sich auf über ein Jahr erstrecken wie bei den Warrants der Serie B der Coastal States Gas Producing Company (Laufzeit 10 Jahre),

---

1) Vgl. hierzu Zweiter Teil, II. Abschnitt, 1.

wo sie zwei Jahre beträgt. Im allgemeinen sind diese Fristen kürzer, so ist z.B. der Zeitraum bei den Sperry Rand Warrants auf ein halbes Jahr festgelegt und bei den Warrants der General Tire & Rubber Company sogar auf nur 2 Monate befristet. Die Gründe für eine derartige Verlegung des Beginns der Optionsfrist auf einen späteren Zeitpunkt nach der Emission sind oft -besonders wenn es sich um kurzfristige Sperrfristen handelt- lediglich technischer Natur und durch die Emissionsabwicklung bedingt. Sie können aber von einer Gesellschaft, die z.B. Warrants zusammen mit Bonds oder Preferred Stocks emittiert hat, auch deshalb festgelegt werden, um das aufgenommene Kapital erst werbend anzulegen und somit eine ausreichende Verdienstlage zu erreichen, bevor durch die Ausübung der Optionsrechte ein neuer Kapitalzufluß einsetzt.[1)]

5. Optionsverhältnis

Das Optionsverhältnis (option ratio) gibt an, wieviele Aktien bei der Ausübung des Optionsrechtes auf einen Stock Purchase Warrant laut Vertragsbedingungen entfallen.

Die auf dem Warrant vermerkte Anzahl der Optionsaktien drückt dagegen nicht unbedingt das Optionsverhältnis aus, da von den Gesellschaften, die Senior Securities ausgeben, die mit mehreren Warrants pro 1.000 Dollar Nennbetrag bzw. pro Stück ausgestattet sind, gewöhnlich anstelle mehrerer einzelner Warrants lediglich eine einzige Urkunde geliefert wird.[2)] Bei

---

1) Vgl. Pilcher, C. James, a.a.O., S.135.
2) Vgl. Anlage 1.

nur teilweiser Ausübung des Optionsrechts wird auf dem Zeichnungsformular (subscription form),[1] das jedem Warrant beigegeben ist, die Anzahl der gewünschten Aktien angegeben. Zusammen mit den Aktien erhält der Optionsberechtigte vom Warrant-Agenten dann eine neue, über eine geringere Aktienanzahl lautende Urkunde.

In manchen Fällen ist allerdings die Stückelung begrenzt.[2] So werden von der Sperry Rand Corporation nur Urkunden ausgestellt, die zum Erwerb von mindestens zehn Aktien berechtigen, also über zehn Warrants ausgestellt sind. Man bezeichnet diese Mindestanzahl als "trading unit", da am Markt entsprechend ebenso nur zehn Warrants ge- oder verkauft werden können.

Das Optionsverhältnis wird heute regelmäßig auf der Basis 1 : 1 festgelegt, so daß ein Warrant ein Optionsrecht auf den Kauf einer Aktie beinhaltet.[3] Ausnahmen von dieser Regel sind nicht allzu häufig, und man kann zugrunde legen, daß über 90% aller emittierten Warrants ursprünglich zum Kauf nur e i n e r Aktie berechtigen.[4]

Als Beispiele für andere Optionsverhältnisse seien u.a. die Warrants der Guerdon Industries Inc. genannt, die zum Erwerb einer halben Aktie berechtigen, so daß zwei Warrants erforderlich sind, um die Option ausüben zu können, sowie die der National Theatres Company, bei denen das Optionsverhältnis 1 : 4 beträgt und die der Cooper Tire & Rubber Company, mit denen zwei Aktien erworben werden können.

---

1) Vgl. Anlage 3.
2) Vgl. Anlage 2.
3) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.570.
4) Vgl. hierzu Anlage 5.

Im Laufe der Zeit können sich aber auch die einfachen Optionsverhältnisse verändern, wenn im Warrantvertrag Berichtigungen des Optionsverhältnisses anläßlich von Kapitalerhöhungen, "stock split - ups",[1] und Fusionen vorgesehen sind. Besonders bei Fusionen führt das oft zu ungeraden und seltsam anmutenden Optionsverhältnissen. So berechtigen die Warrants der Progress Manufacturing Company auf Grund einer Fusion (merger)[2] zum Kauf von 6/10 Shares und die der Rio Algom Mines wegen einer Fusion mit Neugründung (consolidation)[3] zum Kauf von 13/100 Shares.

Kleine Korrekturen des Optionsverhältnisses ergeben sich bei Kapitalerhöhungen und "stock split-ups". So belief sich z.B. das Optionsverhältnis bei Sperry Rand Warrants im März 1961 auf 1,02 Shares pro Warrant.

Sehr hohe Optionsverhältnisse können bei ewigen Warrants entstehen, wenn die Gesellschaft größere Veränderungen ihres Grundkapitals in den verflossenen Jahren vorgenommen hat; so berechtigt heute ein Warrant der Investment Company of America zum Kauf von 10,97 Shares.

---

1) "A stock split-up occurs, when a class of stock is divided into a greater number of shares without change in the capital account." Bogen, Jules I., a.a.O., S.895.
2) "A merger is a union effected by the absorbing of one or more existing corporations by another which survives and continues the combined business." Ballantine, H.W., a.a.O., S.681. Vgl. auch Beckmann, L., a.a.O., S.176.
3) "In a strict sense a consolidation is the unity or amalgamation of two or more existing corporations to form a new corporation." Ballantine, H.W., a.a.O., S.68o. Vgl. auch Beckmann, L., a.a.O., S.177.

Über die Spitzenbeträge, die sich auf Grund dieser ungeraden Optionsverhältnisse bei der Optionsausübung ergeben, werden allgemein "Scrip Certificates" ausgestellt.

6. Optionskurs

Der Optionskurs (exercise price) ist jener vertraglich festgelegte Preis, zu dem der Inhaber von Warrants anläßlich einer Optionsausübung die ihm zustehenden Aktien erwerben kann. Der Optionskurs wird immer in absoluten Zahlen angegeben, nicht in Prozentzahlen, da in den Vereinigten Staaten sämtliche Aktien, gleichgültig ob es sich um Nennwertaktien oder um nennwertlose Aktien handelt, an der Börse in Dollar pro Stück notiert werden.[1] Der Optionskurs kann entweder während der gesamten Optionsfrist konstant bleiben oder auch variabel gehalten werden.

Die Festlegung des Optionskurses obliegt dem Board insoweit, als er auch über die Ausgabe der Optionsaktien allein zu beschließen hat, was jedoch in aller Regel der Fall sein wird.[2] "Bei Anteilen ohne Nennwert ist dieses Ermessen praktisch unbegrenzt; eine vorsätzliche oder grobfahrlässige Unterbewertung der Anteile verstößt zwar gegen die dem Board gegenüber der Gesellschaft obliegende Treuepflicht, ist indessen sehr schwer nachzuweisen."[3] Bei Nennwertaktien wird dagegen im

---

1) Vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, S.19.
2) Vgl. Baker and Cary, a.a.O., S.923 ff.; sowie Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.188.
3) Falkenhausen, B.von, a.a.O., S.188.

allgemeinen der Nominalbetrag die untere Grenze für einen möglichen Optionskurs bilden.[1] Vom finanziell-wirtschaftlichen Standpunkt aus betrachtet, steht jedoch der Board vor einer schwierigen Aufgabe bei der Bestimmung des Optionskurses.[2] Dabei müssen nämlich einmal sowohl die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und die damit verbundene Kursentwicklung der Aktien als auch die grundsätzlichen Markttendenzen in langfristiger Hinsicht berücksichtigt werden. Zum anderen muß der Optionskurs ungefähr den Erwartungen des Anlegerpublikums entsprechen, besonders wenn die Warrants mit dem Ziel ausgegeben werden, etwaige gleichfalls emittierte Bonds oder Preferred Stocks durch sie marktfähiger zu machen. Ein zu niedrig festgesetzter Optionskurs -für den Anleger zwar sehr günstig- kann für den Emittenten bei einer großen Diskrepanz zwischen Aktienkurs und diesem Optionskurs einen anläßlich der Optionsausübung entstehenden Substanzverlust bewirken.[3] Einen gewissen Schutz in dieser Hinsicht bilden jedoch die später beschriebenen variablen Optionskurse.

Die Höhe des Optionskurses, oder genauer gesagt der Unterschied zum Marktpreis der Aktien, zum Zeitpunkt der Emission der Warrants ist ein Ausdruck für die Marktverhältnisse, denen sich die emittierende

---

1) Vgl. Ballantine, H.W., a.a.O., S.468.
2) "...at the time when the stock purchase warrants are issued, particularily if they are perpetual, it is almost beyond human wisdom, to set any fair price on such options." Berle and Means, Modern Corporation and Private Property, New York 1933, S.184.
3) Vgl. Zweiter Teil, II. Abschnitt, 2 b.

Gesellschaft gegenübergestellt sieht. Je weniger die auszugebenden Senior Securities eines Zeichnungsanreizes bedürfen, um so weniger wird die betreffende Gesellschaft geneigt sein, einen nur wenig über dem derzeitigen Marktpreis der Aktien liegenden Optionskurs zu wählen. Doch wird die Festsetzung des Optionskurses ebenso durch die Länge der Optionsfrist bestimmt, denn je länger diese Frist bemessen ist, oder anders ausgedrückt, je länger der Eigentümer vom Warrants Aussichten auf Kurssteigerungen der Aktien hat, desto höher kann der Optionskurs über dem derzeitigen Kurswert der Optionsaktien angesetzt werden. Allerdings sind Optionsrechte, die erst sehr viel später realisierbar werden, anfangs von nur geringem Wert.

Ein zum Zeitpunkt der Ausgabe unter dem Kurs der Aktien liegender Optionskurs, der praktisch ein Geschenk für die Erwerber der Warrants bedeuten würde, ist weder in der amerikanischen Literatur berücksichtigt, noch konnte er in der Praxis festgestellt werden. Im allgemeinen wird man, wenn man einen so niedrigen Kurs als notwendig ansieht, anstelle von Stock Purchase Warrants Stock Bonus Warrants ausgeben.[1)]

a) Konstante Optionskurse

Unter konstanten Optionskursen werden solche Kurse verstanden, die die Gesellschaft bei der Ausgabe von Stock Purchase Warrants einmalig festsetzt, ohne gleichzeitig eine Veränderung zu bestimmten späteren Zeitpunkten vorzusehen. Eine Berichtigung dieser Optionskurse

---

1) Vgl. Erster Teil, II. Abschnitt, 3 c.

kann jedoch -wenn der Warrantvertrag dies vorsieht- anläßlich von Kapitalerhöhungen u.ä. erfolgen.[1] Diese Veränderung stellt für den Optionsberechtigten aber eine Vergünstigung dar (anti dilution protection) und wird den Wert eines Warrants erhöhen.

Vor allem Warrants mit ewiger Laufzeit sind der Einfachheit halber mit konstanten Optionskursen ausgestattet. Die Warrants der Alleghany Corporation berechtigen den Inhaber z.B. auf unbegrenzte Zeit, Aktien der Gesellschaft zum Kurse von 3,75 Dollar zu erwerben, ebenso die unbefristeten Warrants der Atlas Corporation, deren Optionskurs 6,75 Dollar pro Aktie beträgt oder die der Tri-Continental Corporation (Dollar 17,76) und die der Investment Company of America (Dollar 10,48).[2]

Neben den ewigen Warrants können aber auch solche mit begrenzter Optionsfrist mit konstanten Optionskursen ausgestattet sein. Von den 60 in die Untersuchung mit einbezogenen nordamerikanischen Stock Purchase Warrants besaßen, außer den ewigen Warrants, weitere 25 Stock Purchase Warrants konstante Optionskurse. Zu bemerken ist hierbei, daß Gesellschaften, die einmal Warrants mit konstanten Optionskursen ausgegeben haben, in aller Regel bei weiteren Neuemissionen von Warrants diesen Weg wieder beschreiten. So hat die General Tire & Rubber Company drei verschiedene Warrants emittiert, die alle konstante Optionskurse besitzen, ebenso die Sheraton Corporation und die Kerr-mc Gee Oil Company, die je zwei verschiedene Warrants ausgegeben haben.

---

1) Vgl. Erster Teil, IV. Abschnitt, 9 b.
2) Die ungeraden Optionskurse rühren von Berichtigungen anläßlich von Kapitalerhöhungen her.

b) Variable Optionskurse

Der Optionskurs kann variabel gehalten werden, d.h. er kann steigen: in Abhängigkeit vom Zeitablauf, von der Anzahl der optierten Aktien, vom Kurs der Optionsaktien oder unter Bezugnahme auf eine Kombination dieser drei Faktoren.[1)2)]

Für den Emittenten weisen variable Optionskurse einmal den Vorteil auf, daß sie bei stark steigenden Aktienkursen diesen angeglichen werden können. Zum anderen kann der Emittent durch variable Optionskurse einen gewissen Einfluß auf das Ausmaß und den Zeitpunkt der Optionsausübung nehmen. Je stärker variable Optionskurse während der Optionsfrist ansteigen und je mehr sich dadurch die Chancen für eine spätere Kurssteigerung der Warrants bzw. eine gewinnbringende Optionsausübung verringern, um so stärker kann sich die Optionsausübung auf den Anfang der Laufzeit verlagern.[3)4)] Grundsätzlich

---

1) Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.189 ff.
2) Vorbehalte im Warrantvertrag, die die Gesellschaft ermächtigen, nach ihrem Belieben den Optionskurs bei Eintritt gewisser wirtschaftlicher Ereignisse zu verändern, sind theoretisch denkbar. Sie würden aber eine zu große Benachteiligung der Warrantinhaber bedeuten, da diese beim Kauf der Warrants das Eintreten solcher Veränderungen nicht voraussehen können und die Gesellschaft ferner den Wert der Warrants, der sich auf Grund des Optionskurses und des Optionsverhältnisses aus der festen Inbeziehungsetzung zu den Aktienkursen ergibt, jederzeit verändern könnte. Auch ein Handel in solchen Warrants würde sich kaum oder zumindest nur sehr zögernd entwickeln. In der Praxis sind Warrants mit einer derartigen Ausstattung nicht feststellbar.
3) Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.189 ff.
4) Grundsätzlich ist aber darauf hinzuweisen, daß eine sichere Steuerung der Optionsausübung nicht möglich ist, da sie selbst bei über dem Optionskurs liegenden Aktienkursen aus später zu erläuternden Gründen im allgemeinen nur in einem geringen Ausmaß erfolgen wird, wenn die Optionsfrist noch genügend lang ist. Vgl. Zweiter Teil, I. Abschnitt, 3 bb.

aber wird eine Variabilität der Optionskurse wegen der zwangsläufigen Komplizierung der Vertragsbedingungen die Marktfähigkeit von Warrants nicht gerade verbessern.

Bei 31 von 60 untersuchten Stock Purchase Warrants verändert sich der Optionskurs zwar während der Optionsfrist, in allen Fällen jedoch handelt es sich nur um im Zeitablauf steigende Optionskurse.

Optionskurse, die während der Optionsfrist fallen, konnten nicht festgestellt werden. Der Grund hierfür ist darin zu suchen, daß die Gesellschaft dem Anlegerpublikum dadurch zu verstehen geben würde, daß sie selbst die zukünftige Entwicklung des Unternehmens negativ beurteilt, was keineswegs durch eventuell größere Gewinnchancen bei verhältnismäßig nur weniger sinkenden Aktienkursen ausgeglichen werden könnte. Der Sinn und Zweck der Ausgabe von Warrants, nämlich Anleger zum Kauf von Bonds oder Preferred Stocks anzuregen, wäre durch eine derartige Gestaltung des Optionskurses wohl verfehlt.[1)]

Eine positive Änderung des Optionskurses kann in zeitlich gleichbleibenden Abständen erfolgen, wie beispielsweise bei den Warrants der Hilton Hotels Corporation, deren Optionskurse wie folgt gestaffelt sind:

vom 15.10.1959 bis zum 15.10.1963 = $ 42 pro Share
bis zum 15.10.1967 = $ 46 pro Share
bis zum 15.10.1971 = $ 50 pro Share.

---

1) Anders Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.190 ff.

Die Änderung des Optionskurses kann aber auch in unregelmäßigen Zeitabständen erfolgen, wie zum Beispiel bei den Stock Purchase Warrants von Armour and Company:

vom 31.12.1954 bis zum 31.12.1956 = $ 12.50 pro Share
bis zum 31.12.1959 = $ 15.-- pro Share
bis zum 31.12.1961 = $ 17.50 pro Share
bis zum 31.12.1964 = $ 20.-- pro Share.

Die Optionskurse erhöhen sich regelmäßig um gleichbleibende Beträge. Die Festlegung dieser Beträge sowie der Zeitpunkte, zu denen eine Änderung erfolgt, geschieht schon vor der Emission und wird sowohl im Warrantvertrag als auch im Emissionsprospekt festgehalten.

7. Optionsobjekt

Wie der Name schon sagt, berechtigen Stock Purchase Warrants zum Erwerb von Aktien. Die Optionsaktien sind in aller Regel Common Stocks (Stammaktien), wenn es auch denkbar ist, daß sich das Optionsrecht auf Preferred Stocks (Vorzugsaktien) bezieht.[1] Die 60 in die Untersuchung mit einbezogenen Warrants beinhalten sämtlich ein Anrecht auf den Kauf von Stammaktien.

Der Warrantinhaber kann aber gelegentlich das Recht haben, neben den Aktien zusätzliche andere Wertpapiere zu erwerben. So beinhalten die Warrants der Bevis Shell Homes Company das Recht, außer einer Stammaktie eine Schuldverschreibung im Nennwert von 8 Dollar, fällig 1985, während der gesamten Optionsfrist zum Gesamtpreis von 9,50 Dollar zu erwerben. Ebenso haben die Inhaber der

---

1) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.451.

Warrants der Crumpton Builders Corporation das Recht, pro Warrant zwei Stammaktien und einen Convertible Bond im Nennwert von 10 Dollar, fällig 1981, bis zum Auslaufen der Warrants zum Gesamtpreis von 14 Dollar zu kaufen.

Dieses erweiterte Optionsrecht bei Stock Purchase Warrants ist jedoch äußerst selten. Neben den oben erwähnten Fällen besitzen gegenwärtig nur noch die Warrants der Federal Shell Homes Corporation und der Standard Shell Homes Corporation derartig gestaltete Optionsrechte. Auch handelt es sich bei diesen Warrants nicht um eigentliche Stock Purchase Warrants im Sinne der Definition, sondern um einen eine Ausnahme bildenden Typ, der eine Erscheinung der letzten Dekade ist.

Für den Anleger bedeutet das Recht, festverzinsliche Papiere neben den Aktien erwerben zu können, eine gewisse Sicherung seines Optionsrechtes. Handelt es sich bei diesen Obligationen um Convertible Bonds, so wird der Warrant Aktienkurssteigerungen außerdem ceteris paribus in einem überhöhten Ausmaß mitmachen.[1)]

8. Art der Bezahlung

Der Optionsberechtigte kann normalerweise das Optionsrecht nur gegen Barzahlung ausüben. Der Warrantinhaber reicht seine Stock Purchase Warrants bei dem Warrant-Agenten der Gesellschaft ein und erhält gegen Zahlung des Optionspreises die ihm zustehenden Aktien ausgeliefert.

---

1) Vgl. Zweiter Teil. I. Abschnitt, 3 bb.

Von einigen Gesellschaften, die Warrants zusammen mit Bonds oder Preferred Stocks emittiert haben, wird jedoch den Warrantinhabern das Vorrecht eingeräumt, diese Obligationen oder Vorzugsaktien anläßlich der Optionsausübung wahlweise in Höhe des Nennwertes in Zahlung zu geben.[1] Dies ist dann von Vorteil für die Optanten, wenn die Senior Securities am Markt zu einem unter 100% liegenden Kurs notiert werden. Der Emittent wird diese Art der Optionsbedingungen in den Warrantvertrag aufnehmen, wenn ihm daran liegt, an und für sich zu tilgendes Fremdkapital oder mit Vorzugsrechten ausgestattetes Eigenkapital (Preferred Stocks) in gewöhnliches Stammkapital (Common Stocks) umzuwandeln. Von den Convertible Bonds oder Convertible Preferred Stocks unterscheiden sich diese Bonds bzw. Preferred Stocks mit Stock Purchase Warrants, abgesehen vom Namen, nur dadurch, daß der Optant ein Wahlrecht hinsichtlich der Inzahlunggebung der Senior Securities hat, aber nicht dazu gezwungen ist.[2]

9. Sicherung des Optionsrechtes

a) Durch die Bereitstellung von Aktien

Bei dem den Inhabern von Stock Purchase Warrants zustehendem Optionsrecht handelt es sich regelmäßig um ein durch die Gesellschaft nicht widerrufbares Recht. Weder die Rechtsprechung noch die einzelstaatlichen Gesetze machen aber die Ausgabe von Warrants

---

1) Vgl. hierzu die Tabelle auf der folgenden Seite.
2) Vgl. auch Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I., S.259.

Tabelle 5

Warrants	Senior Securities, die bei Ausübung des Optionsrechtes zum Nennwert in Zahlung gegeben werden können
Atlas Corp.,	5% Preferred Stock ($ 20 Nennwert)
Coastal States Gas Producing Company, $ 7.5o	5 1/2% Debenture 1977
Coastal States Gas Producing Company, $ 32.--	6% Debenture 1980[1)]
General Acceptance Corp.	6 1/4% Debenture 1974
Hilton Hotels Corp.,	6% Debenture 1984
National Equipment Rental Co.,	6% Debenture 1970
Sheraton Corp., $ 10.--	6% Debenture 1979
Sheraton Corp., $ 25.--	5% Debenture 1967

---

1) Kann nur in Höhe des halben Nennwertes in Zahlung gegeben werden.

von der gleichzeitigen Bereitstellung von Aktien[1]) abhängig. Allerdings würde es wahrscheinlich einer Gesellschaft schwerfallen, Warrants im Markt unterzubringen, für die nicht schon zum Zeitpunkt der Emission die für die Ausübung des Optionsrechtes notwendige Anzahl von Aktien reserviert worden ist, zumal nach herrschender Ansicht die Gerichte einerseits kaum eine Ausgabe von Aktien erzwingen und andererseits die Höhe einer Entschädigungszahlung, die von den dann herrschenden Marktpreisen abhängig ist, jeweils nur fallweise regeln werden.[2])

Aus diesen Gründen -im Emissionsprospekt muß erwähnt werden, ob Optionsaktien fest reserviert worden sind- wird eine Gesellschaft, die Stock Purchase Warrants ausgibt, in der Regel gleichzeitig auch die notwendige Anzahl von Aktien bereitstellen.

Der nordamerikanischen Kapitalgesellschaft stehen vor allem zwei rechtlich zulässige Mittel zur Verfügung, um die den Inhabern von Stock Purchase Warrants zustehenden Optionsrechte auf den Kauf von Aktien einwandfrei zu sichern. Sie kann einmal durch eine Reservierung von "treasury shares" und zum anderen im

---

1) "The corporation need not maintain a certain number of shares against the exercise of the warrants before the warrants actually are exercised. It may even issue warrants to buy shares that are not yet authorized, validly binding itself." Garner and Forsythe, a.a.O., S.387.

2) "If, when the time comes, the corporation either has not the stock to deliver or does not wish to deliver it, the remedies of the shareholders are nothing if not obscure. Courts will probably not decree the issue of the stock. The amount of damages they would grant to the disappointed holder is as yet unascertained." Berle, A.A.: Corporate Devices for Diluting Stock Participations, in: Columbia Law Review, Vol.31, 1931, S.1262 ff.; zitiert nach: Berle and Magill, a.a.O., S.140

Rahmen des "authorized capital" die erforderliche Anzahl von Aktien, wie bereits beschrieben, bereitstellen. Von einer dritten Möglichkeit, nämlich das "authorized capital" zu erhöhen, wird dagegen wegen der notwendigen Voraussetzungen, wenn vermeidbar, -wie schon gesagt- kein Gebrauch gemacht.[1)]

b) Durch Schutz vor Beeinträchtigung (Dilution) und Vernichtung

Da der Inhaber von Warrants weder auf Grund einzelstaatlicher Gesetze noch des "Common Law" die einem Aktionär zustehenden Rechte hat,[2)] kann der Wert seines Optionsrechtes durch eine Erhöhung der Anzahl der ausstehenden Shares stark beeinträchtigt werden. So bewirken "stock split-ups" oder "stock dividends",[3)] daß sich die Anzahl der ausstehenden Aktien vergrößert, gleichzeitig ihr Wert sich aber verringert, so daß das Optionsrecht des Inhabers von Warrants an Wert verliert, da es einen Kaufanspruch auf eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festen Preis darstellt. Die gleichen Folgen verursacht eine Ausgabe von "additional shares" im Rahmen des "authorized capital", wenn sie zu Preisen

---

1) Vgl. Erster Teil, III.Abschnitt, 2.
2) Vgl. Erster Teil, II.Abschnitt, 2b.
3) "Stock dividends differ from split-ups in that surplus is debited and capital stock is credited for the amount of the stock dividend, whereas in a true split-up an increased number of shares is issued without changing the total par or stated value of the corporation's capital stock." Bogen, Jules I., a.a.O., S.791.

erfolgt, die niedriger sind als der Optionskurs oder eine Emission von Convertible Bonds, Convertible Preferred Stocks oder weiterer Warrants, die zur Wandlung bzw. zum Kauf zu einem niedrigeren Kurs als dem Optionskurs der bisherigen Warrants berechtigen.[1)]

Soll eine derartige Verwässerung (Dilution) vermieden werden, so müssen, in Anbetracht des Fehlens diesbezüglicher gesetzlicher Schutzvorschriften, die Warrant-Verträge entsprechende Bestimmungen enthalten. Diese können entweder zum Ziel haben, den Warrantinhaber in seinen Rechten, was die oben beschriebenen Vorkommnisse anlangt, dem Aktionär gleichzustellen oder ihn sogar mit größeren Rechten auszustatten. Letzteres ist z.B. der Fall, wenn im Warrant-Vertrag eine Sicherung des Optionsrechtes anläßlich der Ausgabe von "additional shares" vorgesehen ist, obwohl die Altaktionäre keine Bezugsrechte besitzen.[2)]

Im allgemeinen werden für die Sicherung des Optionsrechtes in den Warrant-Vertrag Bestimmungen aufgenommen, die vorsehen, daß bei Erhöhung der Anzahl der ausstehenden Aktien auch das Optionsverhältnis erhöht oder - wovon aber selten Gebrauch gemacht

---

1) George S. Hills erwähnt noch weitere Fälle, durch die das Optionsrecht beeinträchtigt (diluted) wird, auf die aber nur hingewiesen werden soll, besonders angesichts der Tatsache, daß diese Vorkommnisse in der Praxis in der Regel in den Warrantverträgen unberücksichtigt bleiben.
"Unless protected the conversion privilege may be changed or diluted upon the happening of the following events to the shares issuable upon conversion ...; an exchange or substitution of shares; ...; the distribution of assets to the holders of senior securities; or the issuance of other classes of shares having a preference upon redemption, liquidation or dissolution." Hills, George S., a.a.O., S.2o ff.

2) Dies gilt für die Warrants der Sperry Rand Corporation; vgl. Anlage 4.

wird[1] - der Optionskurs entsprechend erniedrigt wird. Eine andere, für den Warrantinhaber aber weitaus ungünstigere Regelung besteht darin, daß sich die Gesellschaft dazu verpflichtet, innerhalb eines gewissen Zeitraumes vor dem Eintreten derartiger Ereignisse öffentlich zur Optionsausübung aufzufordern, unter Hinweis auf die Nachteile, die bei Nichtausübung entstehen.

Im einzelnen wird der Umfang der Sicherung davon abhängen, inwieweit die Gesellschaft eine Beschränkung ihrer Rechte als notwendig erachtet. Handelt es sich bei den Warrants um einen bloßen Bonus, der wirtschaftlich nicht unbedingt erforderlich ist, so wird eine sehr viel weniger weitgehende Sicherung getroffen werden, als wenn die Warrants von der Gesellschaft als wesentliches Faktum für die Marktgängigkeit ihrer Senior Securities angesehen werden.

Bei 45 von den 60 in die Untersuchung mit einbezogenen Warrants ist das Optionsrecht vollständig gegen eine Verschlechterung durch "stock split-ups", "stock dividends" und die Ausgabe von "additional shares" zu niedrigeren Kursen als der Optionskurs gesichert.[2] Bei 14 Warrants besteht eine nur teilweise Sicherung, d.h. kleinere Beeinträchtigungen des Optionsrechtes werden

---

1) Eine Veränderung des Optionskurses ist besonders bei Warrants mit variablen Optionskursen ungünstig, da weitere Änderungen leicht Anlaß zu Mißverständnissen geben, wohingegen eine Abänderung des Optionsverhältnisses nur die Berichtigung einer der Optionsbedingungen erfordert.

2) Grundsätzlich nicht berücksichtigt werden Optionseinräumungen oder Aktienausgaben an Mitglieder des Board oder an die Belegschaft. Vgl. Anlage 4.

nicht berücksichtigt, und lediglich in einem Fall, bei den Warrants von Armour & Company, ist der Inhaber gegen eine Verschlechterung überhaupt nicht geschützt.

Nicht nur eine Beeinträchtigung, sondern die Vernichtung seiner Rechte droht dem Warrantinhaber anläßlich von Fusionen oder wenn die Gesellschaft aufgelöst wird, für welche Fälle in dubio keine Sicherungsklausel im Warrantvertrag vorgesehen ist.

Durch eine Auflösung verliert der Optionsberechtigte nach nordamerikanischem Recht seine Ansprüche,und die Gesellschaft ist nicht verpflichtet, vor Verteilung des verbleibenden Vermögens Ansprüchen auf Optionsausübung nachzukommen, wenn im Warrantvertrag keine gegensätzlichen Bestimmungen enthalten sind.[1)2)] Im Fall einer Fusion ist es für den Warrantinhaber von entscheidender Bedeutung, ob die Gesellschaft, auf deren Aktien er einen Kaufanspruch hat, untergeht -sei es durch eine Übertragung auf eine andere Gesellschaft, sei es durch eine Fusion mit Neugründung- oder ob sie weiterbesteht.

---

1) "In the case of dissolution, the option holder is entitled to nothing and can not stand in the way of ending the business." Garner and Forsythe, a.a.O., S.385.

2) "The obligation of a corporation to convert does not survive dissolution, and need not be discharged before the corporation makes a final distribution of its assets. It seems to be recognized that a corporation may discontinue its business and dissolve without regard to the conversion rights of the holders of its stock, bonds or other securities." Hills, George S., a.a.O., S.31.

Im ersten Fall verliert der Optionsberechtigte im allgemeinen seine Ansprüche mit dem Zeitpunkt des Untergangs der alten Gesellschaft, da die neue oder aufnehmende Gesellschaft zur Übernahme der Optionsverpflichtung gesetzlich nicht gezwungen ist, so daß wiederum nur eine anderslautende Regelung im Warrant-Vertrag einem Untergang des Rechtes entgegenstehen kann.[1] Geht dagegen die Gesellschaft durch die Fusion rechtlich nicht unter, so ist sie weiterhin zur Hergabe ihrer Aktien zum Optionskurs verpflichtet.[2]

Analog gehen die Rechte eines Warrantinhabers nicht wegen einer Sanierung unter, da die Gesellschaft rechtlich fortbesteht. Rechnerisch könnte sich sogar bei einer Sanierung mit Einziehung oder Abstempelung (Nennwertaktien), besonders wenn auch noch eine Zuzahlung erfolgt, ein höherer Wert für das Optionsrecht ergeben, obwohl sich wahrscheinlich die Marktpreise nicht entsprechend entwickeln dürften. Ebenso wird in vielen Fällen der Warrant-Vertrag eine Berichtigung des Optionskurses oder -verhältnisses bei solchen Anlässen vorsehen.

---

1) Vgl. Hills, George S., a.a.O., S.32; sowie Berle and Magill, a.a.O., S.139.
2) Vgl. Berle and Warren, a.a.O., S.381; sowie Hills, George S., a.a.O., S.33.

Zweiter Teil

Stock Purchase Warrants als Kapitalanlage und als Finanzierungsmittel

I. Abschnitt

Betrachtung vom Standpunkt des Anlegers

Für den Kapitalanleger sind bei der Wahl des Anlageobjektes vor allem drei Gesichtspunkte maßgeblich, die Sicherheit, die laufende Rendite -in Form von Dividenden oder Zinsen- und die Kapitalzuwachsmöglichkeiten. "Je nach seiner individuellen Lage wird er hierbei als primäres Anlageziel entweder auf maximale Sicherheit des Kapitals bei einer relativ bescheidenen Rendite hintendieren oder eine überdurchschnittliche Rendite in einer guten, aber punkto Sicherheit des Kapitals vielleicht doch nicht erstklassigen Anlage suchen oder ferner eine gute Anlage wählen, die gegenwärtig nur einen bescheidenen Ertrag abwirft, aber um so interessantere zukünftige Ertrags- und Kapitalzuwachsmöglichkeiten verspricht."[1] In keinem Fall wird der Kapitalanleger, im Gegensatz zum Spekulanten, ein unverhältnismäßig hohes Risiko eingehen, in der Hoffnung eventuell weit über dem Durchschnitt liegende Kapital-

---

1) Jacob, Franz R.: Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach nordamerikanischem Vorbild, Basel und Stuttgart 1959, S.24.

gewinne zu erzielen, allein schon deshalb, weil er sein Kapital längerfristig anzulegen sucht und dabei der Sicherheit des Investments die größere Bedeutung zurechnen wird.[1)]

1. Sicherheit

Die finanzielle und wirtschaftliche Lage eines Unternehmens, d.h. seine solide Kapitalstruktur, günstige Produktions- und gesicherte, möglichst konjunkturunempfindliche Absatzverhältnisse, sind neben der Beurteilung der speziellen Branchenverhältnisse die entscheidenden Gesichtspunkte für die Sicherheit einer Kapitalanlage,[2)] und zwar nicht nur in Aktien und Obligationen, sondern auch in Stock Purchase Warrants.

Was den Erwerber von Warrants aber im speziellen anlangt, so ist für ihn neben diesem allgemeinen und fundamentalen Sicherheitsmoment vor allem die Frage, inwieweit die in diesen Effekten verbrieften Rechte gesichert und in ihrem vollen Umfang garantiert sind, von besonderer Bedeutung.

Art und Umfang der einem Warrantinhaber zustehenden Rechte basieren auf vertraglicher Grundlage.[3)] Entspre-

---

1) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.38.
2) Vgl. Theisinger, Karl: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung, Stuttgart 1928, S.114 ff.
3) Vgl. Erster Teil, II.Abschnitt, 2 b.

chend hängt das Ausmaß der Sicherung dieser Rechte von den vertraglichen Regelungen ab.[1] In der Mehrzahl der Fälle sehen diese keine Sicherung gegen den Untergang der Rechte anläßlich einer Auflösung oder einer Fusion (mit Neugründung) der Gesellschaft vor. Auch eine Beeinträchtigung der Rechte durch Neuausgabe weiterer Stock Purchase Warrants oder durch die Emission von Convertible Securities oder von Aktien -der Inhaber von Warrants hat kein irgendwie geartetes gesetzliches Bezugsrecht- ist vertraglich oft nicht berücksichtigt und somit nicht ausgeschlossen. Im Einzelfall ist daher genau zu prüfen, eine wie weitgehende Sicherung der jeweilige Warrant-Vertrag vorsieht, da Verträge verschiedener Gesellschaften in dieser Hinsicht wesentliche Unterschiede aufweisen können. Grundsätzlich besitzt der Inhaber von Warrants nicht nur keine Vorrechtsstellung gegenüber dem Aktionär, sondern ist, was seine Rechte und Ansprüche betrifft, schlechter gestellt als dieser.

2. Rentabilität

Stock Purchase Warrants beinhalten kein Anrecht auf Dividende, sondern ausschließlich ein Anrecht auf den Kauf von Aktien.[2] Der Inhaber von Warrants bezieht daher aus dieser, seiner Kapitalanlage keine laufende Rente. Unter Umständen kann er aber erheblich größere Kursgewinne erzielen als bei einer entsprechenden Anlage in Aktien derselben Gesellschaft. Die Gründe dafür und diese

---

1) Vgl. Erster Teil, IV. Abschnitt, 9 dieser Arbeit.
2) Vgl. Erster Teil, II. Abschnitt,2 b dieser Arbeit.

Gewinnmöglichkeiten werden im folgenden besprochen.

3. Kapitalzuwachsmöglichkeiten

Die Kapitalzuwachsmöglichkeiten werden bei einer Anlage in Warrants ebenso wie bei einem Kauf von Aktien grundsätzlich von der Beurteilung der Zukunftsaussichten des betreffenden Unternehmens abhängen. Die Kursentwicklung von Stock Purchase Warrants wird aber außerdem von besonderen, den Preisbildungsvorgang dieser Effekten beeinflussenden Faktoren bestimmt. Unter dem Gesichtspunkt der Kapitalzuwachsmöglichkeiten kann es daher für den Anleger günstiger sein, anstelle von Aktien Stock Purchase Warrants einer Gesellschaft zu erwerben. Diesem Vorteil der Warrants muß aber der Nachteil der größeren Verlustmöglichkeiten gegenübergestellt werden.

a) Vor Beginn der Optionsfrist

Die bemerkenswerten Kapitalzuwachsmöglichkeiten von Warrants sind erst mit dem Beginn der Optionsfrist gegeben. Ein aktiver Handel in Stock Purchase Warrants beginnt ebenfalls erst mit dem Anlaufen der Optionsfrist.[1)]

---

1) Bei den 60 in die Untersuchung mit einbezogenen Warrants, die sämtlich laufend notiert werden, ist die Optionsausübung -abgesehen von mehr oder weniger kurzfristigen Sperrfristen am Beginn der Laufzeit- während der Laufzeit jederzeit möglich.

Solange der Inhaber von Warrants nicht das Recht hat, Aktien der betreffenden Unternehmung zu einem bestimmten Kurs zu erwerben, wird der Marktwert der Warrants von der Kursentwicklung der entsprechenden Aktien quasi unabhängig und fast gleich Null sowie nahezu unveränderlich sein. Einen gewissen Mindestwert werden die Warrants allerdings schon vor Beginn der Optionsfrist allein deswegen besitzen, weil sie ihren Inhabern später, während der Optionsfrist, gegebenenfalls große Gewinne einbringen können. Aus diesen Gründen wird ein Warrant ceteris paribus im Wert um so mehr steigen, je kürzer die Sperrfrist für die Optionsausübung noch läuft. In welchem Maße eine solche Wertsteigerung auftritt, ist nicht bestimmbar und von dem subjektiven Urteil einer Vielzahl anonymer Anleger abhängig. Die Wertsteigerung wird um so größer sein, je höher die mit Beginn der Optionsfrist möglichen Gewinnchancen beurteilt werden und umgekehrt.

b) Während der Optionsfrist

Ist die Optionsausübung für den Inhaber von Warrants möglich, so ist es für die Bewertung dieser Effekten von entscheidender Bedeutung, ob der Kurs der entsprechenden Aktien unter oder über dem Optionskurs liegt.

ba) Bei unter dem Optionskurs liegenden Aktienkursen

Solange der Aktienkurs unter dem Optionskurs liegt, werden Warrants zu einem, wenn auch relativ niedrigen Marktwert gehandelt. Dies erklärt sich dadurch, daß die Möglichkeit eines Steigens der Aktienkurse über den Optionskurs hinaus -die Ausübung des Optionsrechtes kann

dann lohnend werden- einen gewissen spekulativen Gegenwartswert für den Inhaber von Warrants darstellt. Dieser Wert (premium) kann niemals gleich Null sein,[1] es sei denn, die verbleibende Optionsfrist wäre nur noch sehr kurz. Das "premium" wird um so größer sein, je mehr sich der Aktienkurs dem Optionskurs nähert.[2]

Über das genaue Ausmaß dieses "premium" lassen sich jedoch keine allgemeingültigen definitiven Aussagen machen.[3] Allerdings werden Warrants mit einem multiplen Optionsverhältnis, wie z.B. die der Investment Company of America,[4] ein sehr viel höheres "premium" aufweisen als z.B. die Warrants der Alleghany Corporation,

---

1) Vgl. Plum and Humphrey: Investment Analysis and Management, Homewood Illinois 1958, S.96.
2) Dies wird besonders am Beispiel der Warrants der Selburn Oil Company ersichtlich.- Schaubild 5: Diese Warrants verbrieften das Recht, Stammaktien der Gesellschaft zum Preise von 4 Dollar bis zum 30.Juni 1953 einschließlich zu kaufen. Die Aktie erreichte nur einmal im Jahre 1952, während der letzten Jahre der Laufzeit des Warrants, kurzfristig einen über dem Optionskurs liegenden Kurswert, so daß die Warrants, abgesehen von dieser kurzen Periode, keinen inneren Wert besaßen. Trotzdem wurden die Warrants bis Mitte 1952 zu zwischen 0,20 und 1,95 Dollar liegenden Kursen gehandelt, die konform mit der Kursentwicklung der Stammaktien zu- und abnahmen. Von diesem Zeitpunkt ab aber fiel der Kurswert der Warrants -also das "premium"- sehr viel stärker als der Kurswert der Aktien und war im Juni 1953 fast gleich Null. Tatsächlich wurden die Warrants am letzten Tag ihrer Existenz mit einem Cent bewertet, da die Aktien unter dem Optionspreis notierten. Vgl. Fried, Sidney, a.a.O., S.22 und 24.
3) Vgl. auch Giguère, Guynemer, a.a.O., S.17 ff. und S.25, der den Versuch unternimmt, die Höhe des "premium" in mathematischer Abhängigkeit von der Höhe der Aktienkurse auszudrücken, der aber selbst zu dem Ergebnis kommt, daß seine Aussage nur von einem groben Annäherungswert sein kann, da er von den die Höhe des "premium" bestimmenden Faktoren nur einen berücksichtigt.
4) Vgl. Schaubild 4.

die nur zum Kauf einer Aktie berechtigen.[1] Neben der allgemeinen Marktsituation und den Ausstattungsmerkmalen eines Warrants -die Art der Sicherung der in einem Warrant verbrieften Rechte ist ebenfalls von Einfluß auf die Höhe des "premiums"[2]- wird sich ferner die Beurteilung der Gesellschaft auswirken. Für Warrants von ausgesprochenen Wachstumsgesellschaften wird ein sehr viel größeres "premium" bezahlt werden als für solche von Unternehmen mit nur durchschnittlichen Expansionsaussichten.[3] Deshalb ist durchaus zu unterstellen, daß z.B. Warrants, die von Unternehmen wie IBM oder Phillips ausgegeben würden, grundsätzlich ein höheres "premium" hätten als z.B. Warrants von Kohlenzechen.

Dieses "premium" verändert sich während der Optionsfrist in Abhängigkeit vom Aktienkurs. Das absolute Ausmaß der Veränderung ist jedoch in der Regel geringer als die Kursausschläge der entsprechenden Aktien.[4]

---

1) Vgl. Schaubild 1. Dieses, wie auch die folgenden Schaubilder, sind, mit Ausnahme der graphischen Darstellung des Kursverlaufes der Aktien und Warrants der Selburn Oil Company, dem R.H.M. Warrant and Low Price Stock Survey der Jahre 1960 und 1961 entnommen.
2) Die Warrants von Sperry Rand -Schaubild 3-, die vollkommen gegen eine Beeinträchtigung des Optionsrechtes geschützt sind (fully protected against dilution), werden ceteris paribus mit einem sehr viel höheren "premium" bedacht als die Warrants von Armour & Company -Schaubild 2-, bei denen das den Inhabern dieser Papiere zustehende Optionsrecht jederzeit durch Neuemissionen beeinträchtigt werden kann (no dilution protection).
3) Vgl. Giguère, Guynemer, a.a.O., S.23.
4) Ein sehr hohes Optionsverhältnis, wie z.B. bei den Warrants der Investment Company of America (1 : 10,97), kann zwar bewirken, daß ein Warrant, auch schon bevor der Aktienkurs den Optionskurs überschritten hat, die Kursbewegungen der Aktien in einem absolut gleichen oder sogar absolut etwas höheren Ausmaß mitmacht, aber

SCHAUBILD 1

ALLEGHANY CORP.

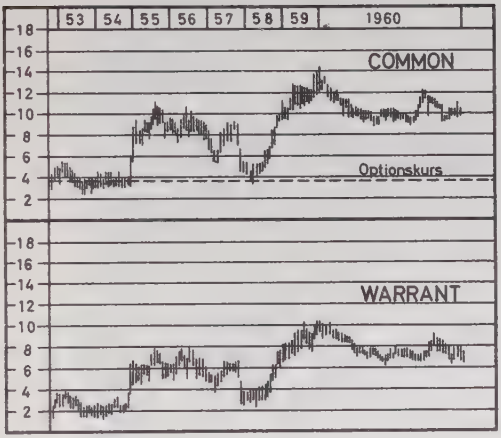


SCHAUBILD 2

ARMOUR & CO.

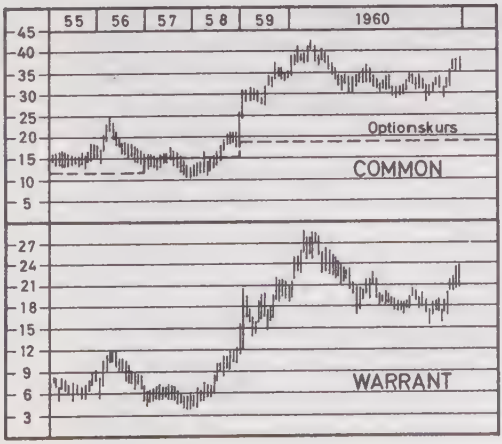


SCHAUBILD 3

SPERRY RAND CORP.

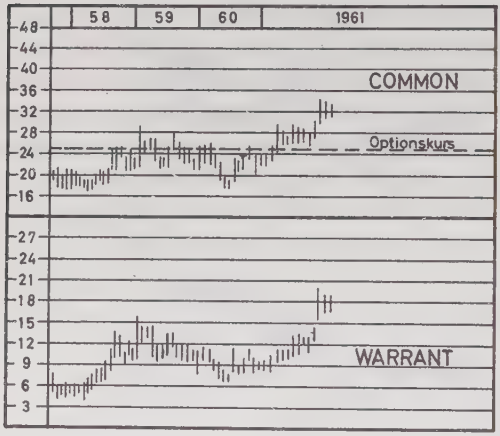


SCHAUBILD 4

INVESTMENT COMPANY OF AMERICA

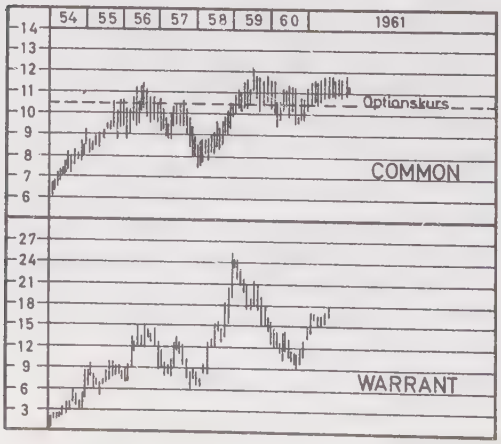


SCHAUBILD 5

SELBURN OIL COMP.

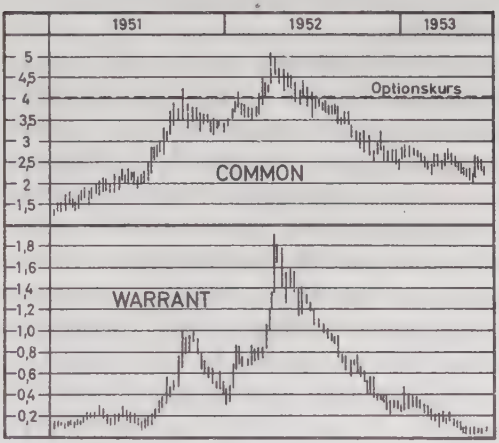
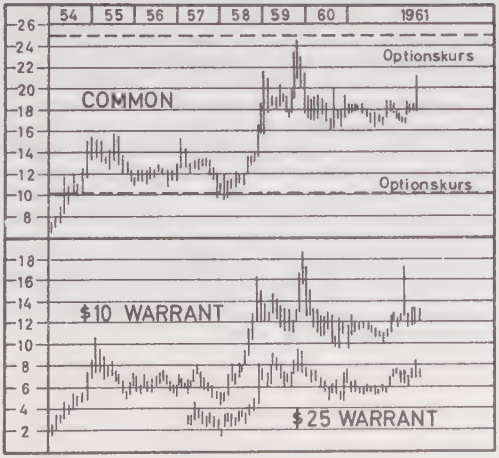


SCHAUBILD 6

SHERATON CORP. OF AMERICA



Wenn der Kurswert der Warrants aber im Vergleich zu dem der Aktien sehr niedrig ist, können prozentual gesehen die Warrants die Kursbewegungen der Aktien überproportional mitmachen.

Bei gleichem Kapitaleinsatz sind also die Kapitalzuwachsmöglichkeiten für eine Anlage in Warrants fast immer günstiger als bei einem Kauf von Aktien, da der Kurswert der Warrants, solange der Aktienkurs unter dem Optionskurs liegt, nur einen Bruchteil des Kurswertes der Aktien ausmacht. Man wird also für einen bestimmten Betrag sehr viel mehr Warrants als Aktien der entsprechenden Gesellschaft erwerben können.[1] Die Verlustrisiken sind aber mit einer Einschränkung ebenfalls größer als beim Kauf von Aktien. Warrants mit ewiger Laufzeit und Optionsfrist oder noch sehr langer Restoptionsfrist werden nicht ad infinitum fallen, da, wie schon erwähnt, Warrants immer einen gewissen Mindestkurswert besitzen.[2] Von einem bestimmten Punkt ab wird also der Kurswert der Warrants, unabhängig von einer weiteren Abnahme der Aktienkurse, stagnieren, da die Chance einer entgegen-

---

nur deshalb, weil die Kursentwicklung dieser Warrants, wie im folgenden noch erläutert wird, nach dem Überschreiten des Optionskurses durch den Aktienkurs, den Kursbewegungen der Aktie in einem absolut stark überproportionalen Umfang folgen wird.

1) Hierzu seien die in den Schaubildern 3, 5 und 6 dargestellten Kursverläufe der Warrants der Sperry Rand Corporation, der Selburn Oil Co. und der Sheraton Corp. of America als Beispiele angeführt.

2) Warrants mit begrenzter Laufzeit dagegen sind, wenn der Aktienkurs gegen Ende der Optionsfrist nicht über dem Optionskurs liegt, quasi wertlos, so daß in diesem Fall das mit einem Investment in Stock Purchase Warrants verbundene Verlustrisiko nicht nur größer ist als bei einer Kapitalanlage in Aktien derselben Gesellschaft, sondern zusätzlich auch keine späteren Gewinnchancen mehr bietet.

gesetzten Kursentwicklung mit den dann sich ergebenden günstigen Kapitalzuwachsmöglichkeiten nie ausgeschlossen ist, es sei denn, die betreffende Gesellschaft würde liquidiert.[1] Für den Anleger, der Warrants mit langer Restoptionsfrist erwirbt, bedeutet dies, daß ein Kauf zu niedrigen Kursen begrenzte Verlustrisiken in sich birgt, dagegen unbegrenzte Gewinnchancen beinhalten kann. "Never underestimate the power of a warrant - especially if it is selling below a dollar."[2]

bb) Bei über dem Optionskurs liegenden Aktienkursen

Überschreitet der Aktienkurs die durch den Optionskurs gebildete Schwelle, so wird ein Warrant einen wirklichen -inneren- Wert, nämlich den Optionswert (exercise value) besitzen. Dieser Optionswert stellt sich zumindest theoretisch als lineare Funktion des Aktienkurses dar. Die theoretische Abhängigkeit ergibt sich dadurch, daß der Inhaber eines Stock Purchase Warrants durch die Optionsausübung die entsprechenden Aktien von der Gesellschaft zu einem Preis -dem Optionskurs- erwerben kann, der unter dem Marktpreis der Aktien liegt. Dieser Optionswert der Warrants wird durch drei Faktoren bestimmt: den Optionskurs, den die Inhaber von Warrants bei der Ausübung ihres Optionsrechtes für je eine Aktie zu entrichten haben, das Optionsverhältnis, das angibt, wieviel Aktien mit einem Warrant erworben werden können, und den jeweiligen Börsenkurs der Optionsaktien. Berücksichtigt man ein von 1 : 1 abweichendes Optionsver-

---

1) Vgl. Garner and Forsythe, a.a.O., S.271.
2) Graham and Dodd, a.a.O., S.572.

hältnis, so stellt sich der rechnerische Wert eines Warrants formelmäßig wie folgt dar:[1)2)]

$$W = \frac{m}{n} (A - O).$$

Diese formelmäßige Erfassung des Warrantwertes läßt zwar außer Betracht, daß die Ausübung des Optionsrechtes an und für sich eine Wertminderung der alten Aktien und damit ein Absinken ihrer Kurse zur Folge hätte. Entsprechend den bei der Bewertung von Bezugsrechten gültigen Gesetzen, sollte man also annehmen, daß die Anzahl der ausstehenden Warrants -die Rechte, neue Aktien zum Optionskurs zu kaufen- von Einfluß auf den Wert dieser Effekten sein müßte.[3)] Anders als anläßlich der Ausgabe von Bezugsrechten aber werden Aktien von Gesellschaften, die Warrants ausgeben oder ausgegeben haben, genauso gehandelt, als ob diese Warrants nicht existent wären, d.h. ohne Kursabschlag.[4)] Demzufolge ergibt sich der Optionswert (exercise value) eines Warrants aus der Differenz zwischen unberichtigtem Aktienkurs und Optionskurs unter Berücksichtigung des Optionsverhältnisses.[5)]

---

1) W = Kurs des Warrants.
A = Kurs der alten Aktien.
O = Optionskurs.
m = Anzahl der mit einem Warrant erwerbbaren Aktier
n = Anzahl der für den Erwerb von einer Aktie notwendigen Warrants.
$\frac{m}{n}$ = Optionsverhältnis.

2) Vgl. Giguère, Guynemer, a.a.O., S.17 und 20.

3) Vgl. Obst-Hintner, a.a.O., S.519.

4) Vgl. Zweiter Teil, II.Abschnitt, 2 b.

5) Dieses Optionsverhältnis ist nicht zu verwechseln mit dem Verhältnis der ausstehenden Warrants zu de insgesamt emittierten Aktien.
Vgl. Erster Teil, IV.Abschnitt, 5.

Diese mathematische Beziehung zwischen Aktienkurs und Warrantkurs zeigt, daß die prozentuale Änderung des Aktienkurses, unabhängig vom Optionsverhältnis, immer kleiner sein wird als die gleichlaufende prozentuale Zu- oder Abnahme des Warrantkurses. Denn bei einem beliebigen Optionsverhältnis wird der Kurswert eines Warrants niemals gleich dem m-fachen Wert bzw. dem n-ten Teil des Kurswertes der Aktie sein, sondern immer darunter liegen. Die Veränderung des Warrantkurses in absoluter Hinsicht aber wird gleich der Veränderung des Aktienkurses sein, wenn das Optionsverhältnis 1 : 1 beträgt, und wird ein entsprechend größeres bzw. kleineres Ausmaß haben bei einem höheren (z.B. 1 : 5) bzw. niedrigeren (5 : 1) Optionsverhältnis.[1)]

Rechnerisch gesehen, wird also der Kursanstieg von Warrants im Verhältnis zu den Kursbewegungen der Aktie immer prozentual überproportional sein, und die Überproportionalität wird um so größer sein, je mehr der über dem Optionskurs liegende Aktienkurs unter Berücksichtigung des Optionsverhältnisses ein Vielfaches des Warrantkurses ausmacht.[2)] Entsprechend wird die Überproportionalität des Kursanstiegs eines Warrants um so geringer sein, je mehr sich der Warrantkurs

---

1) Diese Aussage läßt sich auch mathematisch beweisen. Bezeichnet man die Veränderung des Warrantkurswertes mit ΔW und die Veränderungen des Aktienkurswertes mit ΔA und setzt die verhältnismäßigen Veränderungen $\Delta W : W$ und $\Delta A : A$ zueinander in Beziehung, so ergibt sich, daß unabhängig vom Optionsverhältnis $\Delta W : W$ immer größer sein wird als $\Delta A : A$ und im Punkte A = 2 mal O gleich zwei sein wird, denn für endlich kleine Veränderungen ergibt sich: $\frac{\Delta W}{W} : \frac{\Delta A}{A} = \frac{1}{1 - \frac{O}{A}}$

2) Vgl. Giguère, Guynemer, a.a.O., S.20.

dem Aktienkurs nähert bzw. je näher bei einem m-fachen Optionsverhältnis der Warrantkurs einem Wert rückt, der gleich dem m-fachen Aktienkurs ist. Andererseits wird ein möglicher Gesamtverlust dann aber am größten sein, denn bei nach unten gerichteten Kursbewegungen werden Warrants die Abnahme des Aktienkurses in einem zunehmend prozentual überproportionalen Ausmaß mitmachen.

Während bisher immer davon ausgegangen wurde, daß bei der Ausübung der Option die Zahlung des Optionspreises in bar zu erfolgen hat, sei der Vollständigkeit halber erwähnt, daß die Inhaber mancher Warrants das Recht haben, Bonds oder Preferred Stocks der Gesellschaft zum Nennwert in Zahlung zu geben. Dies ist dann von Bedeutung, wenn diese Effekten am Markte zu einem unter dem Nennwert liegenden Kurs erhältlich sind. Folgerichtig wird sich dann der Optionskurs vermindern bzw. der Kurswert der Warrants erhöhen, so daß für den Wert dieser Warrants neben dem Aktienkurs auch der von diesem weitgehend unabhängige Kurs der Bonds oder Preferred Stocks von Bedeutung ist. Wenn bei steigenden Aktienkursen die Kursentwicklung der Bonds oder Preferred Stocks entgegengesetzt verläuft, so trägt dies zum überproportionalen Ansteigen der Warrantkurse im Verhältnis zu den entsprechenden Aktienkursen bei.

> In Einzelfällen kann ein Warrant das Recht gewähren, zusätzlich zu einer Aktie noch einen Convertible Bond oder einen Convertible Preferred Stock zu einem bestimmten Kurs zu erwerben, es handelt sich dann aber nicht um typische Stock Purchase Warrants. Der Kurswert dieser "Warrants" wird sowohl von den Kursbewegungen der Aktie als auch von denen der Convertible Securities beeinflußt. Entsprechend werden die Kurse dieser "Warrants" sowohl verhältnismäßig als auch absolut

> stärker steigen bzw. fallen als die Kurse der Aktien, weil sich die Kursschwankungen der Convertible Bonds oder der Convertible Preferred Stocks ebenfalls auswirken. Da der Kurs der Convertible Securities seinerseits vom Aktienkurs mit abhängig ist, kann der Optionswert dieser "Warrants" wie folgt ausgedrückt werden:
>
> $$W = \frac{m}{n} (A - O_A) + (A \cdot K - O_W)$$ 1).
>
> Hierbei ist die Auswirkung der potentiellen Vornahme des Umtausches durch die Inhaber der wandelbaren Effekten auf den Kurs der Aktien und damit auch auf den Kurs der wandelbaren Effekten nicht berücksichtigt.2)

Bei gleichem Kapitaleinsatz werden also rechnerisch die Kapitalzuwachsmöglichkeiten bei einem Kauf von Stock Purchase Warrants - wenn der Aktienkurs über dem Optionskurs liegt - größer sein als bei einem Erwerb von Aktien der entsprechenden Gesellschaft. Entsprechend werden die Verlustrisiken ebenfalls höher sein, denn Stock Purchase Warrants werden die Kursänderungen der Aktien, sowohl nach oben als auch nach unten prozentual in einem überhöhten Ausmaß mitmachen.3)

Hier stellt sich die Frage, inwieweit der marktkonforme Kursverlauf die theoretisch errechneten Annahmen bestätigt.

---

1) O_A = Optionskurs für die Stammaktien.
O_W = Optionskurs für die Convertible Securities.
K = Umtauschverhältnis für die Convertible Securities, wobei vorausgesetzt wird, daß ein Wertausgleich durch eine entsprechende Veränderung des Umtauschverhältnisses ausgedrückt werden kann.

2) Vgl. Rusch, H., a.a.O., S.100 ff.

3) Hierzu ein Beispiel: Warrants der X-Gesellschaft gewähren das Recht, Aktien dieser Gesellschaft zu einem

Wie aus der tatsächlichen Kursbildung von Warrants, deren zugehörige Aktien einen über dem Optionskurs liegenden Kurswert aufweisen, ersichtlich ist, besteht zwar eine sehr enge und den mathematischen Beziehungen ähnliche Abhängigkeit zwischen dem Kursverlauf von Warrants und Aktien, aber der Marktwert der Warrants ist in der Regel nicht gleich dem Optionswert.[1] Steigt nämlich der Aktienkurs über den Optionskurs hinaus, so verschwindet das vorher bezahlte "premium", besonders bei einer günstigen Beurteilung der weiteren Kursentwicklung der Stammaktien, nicht, weil der Erwerb von Warrants im allgemeinen mit einem geringeren Kapitaleinsatz verbunden ist als ein Kauf der entsprechenden Anzahl von Aktien[2] und außerdem die Warrants tatsächlich größere Kapitalzuwachsmöglichkeiten bieten als die entsprechenden Aktien.[3] Da dieser Vorteil aber ebenso wie ceteris paribus die Aussicht auf

---

Preise von 10 Dollar zu erwerben. Beträgt der Kurswert der Aktien 12 Dollar, so wäre der Optionswert der Warrants mit 2 Dollar einzusetzen. Steigt nun die Aktie um 50%, also auf 18 Dollar, so würde der Optionswert der Warrants 8 Dollar ausmachen, der Warrant wäre also um 400% im Kurse gestiegen. Der für den Kauf einer Aktie notwendige Kapitaleinsatz wäre aber sechsmal so groß gewesen wie beim Erwerb eines Warrants. Was die Verlustrisiken betrifft, so würden diese bei einem Rückgang der Aktienkurse von 18 auf 12 Dollar und des Optionswertes von 8 auf 2 Dollar entsprechend ebenfalls prozentual größer sein.

1) Vgl. Schaubilder 1 mit 6.

2) Bei einem hohen Optionsverhältnis kann der Kurswert eines Warrants über dem der Aktien liegen. Wegen der weitaus größeren Kapitalzuwachsmöglichkeiten werden diese Warrants jedoch trotzdem mit einem "premium" gehandelt.

3) Vgl. Giguère, Guynemer, a.a.O., S.25.

weitere Kursanstiege mit zunehmenden Warrantkursen geringer wird, nimmt der Umfang des "premium" mit steigenden Kursen zumindest verhältnismäßig, wenn nicht sogar absolut ab.[1] Ganz verschwindet das "premium" praktisch nur, wenn, wie schon gesagt, die Optionsfrist in naher Zukunft ausläuft.

Der jeweilige Kurswert eines Warrants liegt also, von Zufälligkeiten und von der durch das Auslaufen der Optionsfrist bedingten Ausnahme abgesehen, im allgemeinen auf Grund des "premium" über dem Optionswert, der als Untergrenze für den Kurswert eines Warrants anzusehen ist.[2][3] Die Obergrenze für den Kurswert der Warrants wird bei einem Optionsverhältnis von 1 : 1 durch den jeweiligen Kurs der Stammaktien bestimmt,[4] denn wenn der Kurs der Warrants fast gleich dem Aktienkurs ist, ist es vorteilhafter, die Warrants zu verkaufen und für den Erlös die entsprechenden Aktien an der Börse zu erwerben, auf die im Gegensatz zu den Warrants eine Dividende gezahlt wird. Eine Ausübung des Optionsrechtes erfolgt dagegen während der Optionsfrist wegen des "premium" in aller Regel nicht.[5]

Was die tatsächlichen Kapitalzuwachsmöglichkeiten anlangt, so sind sie wegen des "premium", das eine gewisse Vorwegnahme erwarteter, zukünftiger Kursentwicklungen

---

1) Vgl. Schaubilder 2, 5 und 6.
2) Vgl. Bogen, Jules I., a.a.O., S.453.
3) Zur Veranschaulichung sei auf die, auf den vorausgehenden Seiten graphisch dargestellten Kurse von Stock Purchase Warrants und die der dazugehörigen Aktien verwiesen.
4) Bei einem höheren Optionsverhältnis ergibt sich als Obergrenze der m-fache Aktienkurs.
5) Vgl. Berle and Means, a.a.O., S.183.

darstellt, nicht ganz so günstig, wie sich auf Grund der linearen Abhängigkeit des Optionswertes vom Aktienkurs rechnerisch ergab. Bei einem Optionsverhältnis von 1 : 1 steigen die Warrants im Durchschnitt im Kurse absolut weniger als die zugehörigen Aktien und bei einem m-fachen Optionsverhältnis ist das Ausmaß des Kursanstiegs eines Warrants nicht gleich der m-fachen Zunahme des Aktienkurses, sondern geringer. Prozentual betrachtet, ist infolgedessen der Kursanstieg von Warrants im Vergleich zu dem der entsprechenden Aktien weniger überproportional als sich rechnerisch ergab.[1)]

Bei einem Fallen der über dem Optionskurs liegenden Aktienkurse zeigt sich, daß die Kurse der Warrants zuerst absolut weniger sinken als die der entsprechenden Aktien - bei einem m-fachen Optionsverhältnis wird der Kursabfall der Warrants geringer sein als die m-fache Kursminderung der Aktie. Dies erklärt sich dadurch, daß bei einem niedrigen Kursniveau ein höheres "premium" wegen eines wieder

---

1) Hierzu ein Beispiel: Die Warrants der Investment Co. of America gewähren ihren Inhabern das ewige Recht, 10,97 Stammaktien der Gesellschaft zu einem Kurs von 10,48 Dollar pro Aktie zu kaufen. Von Ende Dezember 1960 bis Ende August 1961 stiegen die Stammaktien von 11,08 auf 12,26 Dollar, was einem Kursanstieg von etwas über 10% entspricht. Die Warrants stiegen während derselben Zeit um knapp 60%, und zwar von 12,75 auf 20,25 Dollar. Wäre der Kursanstieg der Warrants entsprechend der zwischen Aktien und Warrants bestehenden linearen Abhängigkeit erfolgt, so hätten die Warrants auf 25,69 Dollar steigen müssen, also um rund 100%. Da aber die Kursentwicklung bei diesen hohen Kursen der Warrants bzw. bei den Aktien der Gesellschaft als nicht mehr sehr günstig beurteilt wurde, nahm das bei dem Kurswert der Warrants von 12,75 Dollar bezahlte Aufgeld von 6,17 Dollar auf 72 Cents bei dem Kurswert der Warrants von 2o,25 Dollar ab. Die Verminderung des Aufgeldes um 5,45 Dollar entspricht in diesem Fall genau der Differenz zwischen dem theoretischen und dem tatsächlich erreichten Marktwert der Warrants.

erwarteten Kursanstiegs gerechtfertigt erscheint.[1)2)] Sollte sich der nach unten gerichtete Kursverlauf der Aktien jedoch kontinuierlich fortsetzen, wie z.B. bei einer anhaltenden Baisse, so fällt wegen des auf jeden Fall stark abnehmenden "premium" der Warrantkurs nicht nur in einem prozentual überproportionalen Ausmaß, wie sich rechnerisch ergab, sondern auch absolut stärker als der Aktienkurs, und bei einem hohen Optionsverhältnis wird die tatsächliche Kurswertminderung größer sein als die m-fache Abnahme des Aktienkurses.[2)] Sinkt bei einem solchen Kursabfall der Aktienkurs jedoch unter den Optionskurs, so gilt das unter 3 ba dieses Abschnitts Gesagte, wonach Stock Purchase Warrants mit noch sehr langer Restoptionsfrist nicht ins Bodenlose fallen, sondern unabhängig vom Aktienkurs auf einem gewissen Punkte stagnieren, so daß der Verlust in absoluter Hinsicht seinem Ausmaß nach begrenzt ist.

---

1) Dies hat selbstverständlich zur primären Voraussetzung, daß die Restlaufzeit und die Restoptionsfrist noch genügend lang sind.

2) "This relative resistance to the early phases of a market decline appears to be typical of the price behavior of warrants, possibly because of the initial belief on the part of the speculators that the market decline will be followed by a rally. Such speculative optimism, however, disappears when the market carries through and fails to show a substantial recovery. It is then that warrants show magnified price losses." Plum and Humphrey, a.a.O., S.98.

II. Abschnitt

Betrachtung vom Standpunkt der Gesellschaft

Stock Purchase Warrants dienen nicht unmittelbar der Kapitalbeschaffung.[1] Sie sind ihrem Wesen nach -Anrechte auf den Kauf von Aktien- vielmehr als intermediäre Mittel der Finanzierung anzusehen.[2]

1. Gründe für die Ausgabe von Stock Purchase Warrants

a) Erleichterung der Kapitalbeschaffung

In den dreißiger Jahren wurden Stock Purchase Warrants oft von Gesellschaften, die seit 1929 keine oder nur verschwindend geringe Gewinne aufweisen konnten, im Zusammenhang mit Stammaktien ausgegeben, um diese durch den dem

---

1) Eine diesbezügliche Ausnahme bilden nur die von Graham and Dodd (a.a.O., S.570) angeführten Beispiele der Forth National Investor's Company und der Phillips Packing Company, die 1929 bzw. 1936 Stock Purchase Warrants unabhängig von anderen Effekten zum Kauf anboten. Die für dieses außergewöhnliche Vorgehen maßgeblichen Gründe sind nicht mehr feststellbar, und weitere Fälle dieser Art sind weder in der Literatur erwähnt noch in der Praxis der letzten Jahre vorgekommen.

2) Unter dem Begriff Finanzierung werden sämtliche Kapitaldispositionen verstanden, die im Leben einer Betriebswirtschaft auftreten. In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist der Begriff Finanzierung zwar umstritten,

Anleger eingeräumten Vorteil,-weitere Stammaktien bei später steigenden Kursen zu Vorzugspreisen erwerben zu können,-marktfähiger zu machen. Auf diese Weise war es den Gesellschaften möglich, dringend benötigtes Kapital zu bekommen, was ihnen sonst wohl nur zu sehr ungünstigen Bedingungen möglich gewesen wäre. Diese Art der Ausgabe von Stock Purchase Warrants ist heute aber nicht mehr gebräuchlich.[1)]

Die häufigste und bedeutendste Art der Emission von Stock Purchase Warrants bildet in den Vereinigten Staaten heute die kombinierte Ausgabe von Stock Purchase Warrants und Bonds oder Preferred Stocks (sold as a package).[2)] Hierbei zahlt der Käufer nur den für Bonds oder Preferred Stocks festgesetzten Emissionspreis.

Die Gründe, die die Geschäftsleitung einer Unternehmung dazu bewegen können, "Senior Securities" (Bonds oder Preferred Stocks) mit Stock Purchase Warrants auszustatten, werden im allgemeinen dieselben sein, die auch für eine Emission von Convertible Bonds oder Convertible Preferred Stocks sprechen. In beiden Fällen handelt es

---

jedoch liegen die Unterschiede in der mehr oder weniger weiten Fassung des Begriffs begründet. Eine Auseinandersetzung mit der Terminologie kann in Anbetracht der Zielsetzung und des Rahmens dieser Arbeit nicht erfolgen. Zu den verschiedenen Auffassungen siehe Beckmann, L.: Finanzierung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 2.Band, 3.Aufl., Stuttgart 1958, Sp.1830 ff.

1) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I., S.268.

2) Vgl. Whiting, Richard: Increase your Investment Profits with Warrants and Convertibles, Garden City New York 1961, S. 8; Husband and Dockeray, a.a.O., S.359; Bogen, Jules I., a.a.O., S.452; Fried,Sidney, a.a.O., S.8.

sich um die Ausgabe von Senior Securities mit Zusatzrechten, mit dem Ziel, diese marktfähiger zu machen (capital sweetening). Ob im Einzelfall die Entscheidung zu Gunsten des einen oder des anderen Wertpapiertyps gefällt wird, hängt einerseits von der Kapitalstruktur der Unternehmung[1] -Convertible Bonds und Convertible Preferred Stocks bewirken keine spätere Erhöhung des der Gesellschaft zur Verfügung stehenden Kapitals- und gewissen Gewohnheiten ab und wird andererseits dadurch bestimmt, bei welcher Wertpapierart zum Zeitpunkt der Emission mit einer günstigeren Aufnahme am Kapitalmarkt gerechnet werden kann.[2]

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich entsprechend dem Rahmen dieser Arbeit auf die Ausgabe von Stock Purchase Warrants in Verbindung mit Bonds oder Preferred Stocks.

Die Ausgabe von Warrants kann einerseits nötig sein, um einer Emission von Senior Securities überhaupt zum Erfolg zu verhelfen, sei es, daß die allgemeinen Kapitalmarktverhältnisse angespannt sind, sei es, daß die Schwierigkeit der Emission im Unternehmen selbst begründet ist.[3] Die Ausgabe von Warrants wird andererseits aber ceteris paribus dazu beitragen, die Ausgabebedingungen zu verbessern. Diese Verbesserung kann sich unmittelbar in einem geringeren Zinssatz oder einer niedrigeren Vorzugsdividende zeigen, sie kann jedoch auch mittelbar in Erscheinung treten,

---

1) Vgl. Mellerowisz, Konrad: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, 10.erweiterte und veränderte Aufl., Berlin 1959, S.33.
2) "Style and fashion pervade the apparel markets and play a large part in determining the acceptance or rejection of wearing apparel. In capital markets too, a special characteristic or style may prevale at any period of time." Pilcher, James C., a.a.O., S.86.
3) Vgl. Palyi - Quittner: Enzyklopädisches Lexikon für Geld-, Bank- und Börsenwesen, Zweite Aufl., Frankfurt/Main 1957, S.71.

indem die Senior Securities nicht mit speziellen Sicherheiten versehen werden müssen.

Die Nichtgewährung von dinglichen Sicherheiten bei Obligationen (Debenture Bonds) wird einmal im Hinblick auf die Beschaffung weiteren Anleihekapitals von Bedeutung sein, und zum anderen kann sie Unternehmungen, die schon vorher Anleihen in einem solchen Ausmaß ausgegeben haben, daß für folgende Emissionen keine speziellen Sicherheiten mehr zur Verfügung stehen -zumindest nicht auf derselben Rangstufe-, neue Finanzierungsvorhaben über den Kapitalmarkt gegebenenfalls erst ermöglichen. Für Gesellschaften, die Preferred Stocks emittieren wollen, gilt Entsprechendes, da zweit- oder weitere nachrangige Preferred Stocks -die Rangfolge bezieht sich auf den Grad der Sicherung im Verhältnis zu den früher ausgegebenen Preferred Stocks[1]- gegebenenfalls nur bei einer Ausstattung mit Warrants im Markte untergebracht werden können. "Von Fall zu Fall muß genau erwogen werden, ob die Zuerkennung eines Optionsrechtes das Weglassen spezieller Sicherheiten erlaubt. Dabei ist noch zu berücksichtigen, daß für eine Optionsanleihe (oder Preferred Stocks mit Warrants - d.Verf.) nicht eine gegenüber einer gewöhnlichen Anleihe (oder gewöhnlichen Preferred Stocks - d.Verf.) geringere Verzinsung (oder Vorzugsdividende - d.Verf.)

---

1) Die Bevorzugung hinsichtlich der Sicherung kann sich auf Dividendenzahlungen, auf die Sicherung der Ansprüche im Liquidationsfall oder auf die Frage des Stimmrechts beziehen. "Probably no two preferred stock contracts are exactly alike; and in any one contract there may be, in addition to the dividend provision, a variety of other provisions pertaining not only to the dividends, but also to the voting rights, the redemption rights of the preferred shares, and the right to a preference or participation in the surplus in case of the dissolution of the corporation." Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I., S.128.

und gleichzeitig das Weglassen einer speziellen Sicherheit durchgesetzt werden kann. Für eines von beiden muß man sich entscheiden."[1)]

Außer um Emissionen von Senior Securities zu ermöglichen oder zu erleichtern, können Stock Purchase Warrants in Verbindung mit diesen Effekten auch mit dem Ziel ausgegeben werden, der Gesellschaft Stammkapital zuzuführen, das ansonsten nur zu ungünstigen Bedingungen oder überhaupt nicht zu beschaffen wäre. Das ursprüngliche Fremd- oder Vorzugskapital kann dann später durch eine mit der Optionsausübung konform verlaufende Kündigung der Senior Securities -selbstverständlich hängt die Möglichkeit, hiervon Gebrauch zu machen, von den jeweiligen vertraglich festzulegenden Kündigungsbedingungen ab[2)]- insoweit zurückgezahlt werden, als die hierfür notwendigen Mittel durch den Aktienerwerb der Warrantinhaber, der gegen bar erfolgt, bei der Gesellschaft eingehen.

Die nachstehenden, verschiedenen Gesichtspunkte, die Pilcher[3)] als Gründe in dieser Hinsicht für die Ausgabe von "Convertible Securities" anführt, gelten in gleicher Weise für Bonds oder Preferred Stocks, die mit Stock Purchase Warrants ausgestattet werden.

Werden Stammaktien einer Gesellschaft nach Ansicht der Geschäftsleitung an der Börse unterbewertet oder wird angenommen, daß die Aktien in Zukunft höher notieren, da die betreffende Unternehmung sich in einem Expansionsstadium befindet, so kann durch eine Emission von Warrants

---

1) Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.143.
2) "Virtually all modern preferred stocks contain the call or redemption clause whereby the issuing company may retire all or part of the issue at a call price stated in the original agreement." Guthmann and Dougall, a.a.O., S.90.
3) Vgl. zu den folgenden Ausführungen Pilcher, James C., a.a.O., S.62 ff.

erreicht werden, Stammaktien zu einem höheren als dem zu diesem Zeitpunkt bestehenden Marktpreis unterzubringen. Durch Ausgabe der Senior Securities wird der Unternehmung aber sofort das benötigte Kapital zufließen. Auch wird durch diese Art der indirekten Eigenkapitalbeschaffung der bei der direkten Emission von jungen Aktien nicht zu vermeidende Kursverlust der alten Aktien zu umgehen sein,[1] und die Notwendigkeit, die jungen Aktien zu einem weit unter dem Kurs der alten Stammaktien liegenden Ausgabekurs anzubieten, wird nicht bestehen. Ferner ist für die Gesellschaft die Aktienausgabe mit geringeren Kosten verbunden, da die jungen Aktien vom Emittenten selbst untergebracht werden können und die von den "Investment Bankers" für ihre Mitwirkung bei der Emission verlangten Vergütungen bei Bonds und Preferred Stocks im Durchschnitt niedriger sind als bei Common Shares.[2] Bei Wertpapieren im Werte von 30 Mrd. Dollar, deren Emission von der Securities and Exchange Commission auf Grund des Securities Act of 1933 in den Jahren 1945 mit 1949 registriert wurde, beliefen sich beispielsweise diese Vergütungen, gerechnet pro 100 Dollar Emissionsbetrag, auf $ 0,58 für Bonds, $ 3,46 für Preferred Stocks und $ 8,47 für Common Shares.[3]

---

1) Vgl. Zweiter Teil, II. Abschnitt, 2 b.
2) "The pricing of new stock issues depends largely upon the underwriter's judgment, as to what investors will pay in the light of all the circumstances prevailing at the time of the offering. The average spread in the case of stock issues is considerably larger than in the case of bond issues." Bogen, Jules I., a.a.O., S.26.
3) Vgl. Securities and Exchange Commission: Cost of Flotation 1945-1949, Statistical Series Release No. 1005, Washington D.C. 1951, S.1 ff.
Zitiert nach:Pilcher, James C., a.a.O., S.81.

Eine Ausgabe von Stock Purchase Warrants in Verbindung mit Senior Securities kann außerdem vorteilhaft sein, wenn, wie es in den Vereinigten Staaten in den vergangenen Jahren der Fall war,[1] eine gewisse Bevorzugung der "festverzinslichen Papiere" von seiten der Kapitalanleger besteht, so daß für die Gesellschaften die unmittelbare Beschaffung von vollhaftendem Stammkapital (risk capital) mit Schwierigkeiten verbunden ist. Darüber hinaus wird durch eine Emission von Bonds oder Preferred Stocks grundsätzlich ein Bereich des Kapitalmarktes angesprochen, der per se nicht unbedingt am Kauf von Stammaktien interessiert ist. Üben diese Kapitalanleger später das in den Warrants verbriefte Optionsrecht aus, so wird dadurch eine weitere Streuung des Aktienbesitzes erreicht.

Schließlich kann die Emission von Bonds oder Preferred Stocks, die mit Warrants ausgestattet sind, für eine Gesellschaft günstiger sein als die Kapitalbeschaffung durch eine sofortige Ausgabe von Stammaktien, wenn die Kurse der alten Stammaktien großen Schwankungen unterworfen sind, so daß ein fester Emissionskurs nur schwerlich oder sehr ungünstig festzusetzen ist. Bei einer Ausgabe von Senior Securities wird eine Gesellschaft größere Chancen haben, einen bestimmten Kapitalbetrag mit Sicherheit beschaffen zu können, denn die Festlegung des Emissionskurses für diese Effekten kann in weitgehender Unabhängigkeit von der Kursentwicklung der Stammaktien erfolgen, und durch die Ausübung der Warrants wird der Gesellschaft später Stammkapital zufließen.

---

1) Vgl. Pilcher, James C., a.a.O., S.73.

Erwähnenswert dürfte im Zusammenhang mit den vorangegangenen Ausführungen sein, daß die Spitzenunternehmen der nordamerikanischen Industrie, wie z.B. General Motors, IBM oder Du Pont, um nur einige zu nennen, sich niemals dieses besonderen Finanzierungsinstrumentes bedient haben, was aber nicht besagt, daß nur finanziell und wirtschaftlich schwache Gesellschaften Stock Purchase Warrants im Rahmen ihrer Finanzierungsmaßnahmen ausgegeben haben. Von den 56 Stammaktien der Gesellschaften,[1] deren Warrants in die Untersuchung mit einbezogen wurden, werden 22 an der New York und 11 an der American Stock Exchange notiert. Die Stock Purchase Warrants von 13 Gesellschaften, deren Stammaktien an der New York Stock Exchange, und von 4, deren Aktien an der American Stock Exchange gehandelt werden, sind zum Handel an der American Stock Exchange zugelassen.[2] Nun mag zwar dieses Kriterium allein nicht als genügend aussagekräftig beurteilt werden, jedoch sei darauf hingewiesen, daß sich unter diesen Gesellschaften eine ganze Reihe von sehr bedeutenden Unternehmungen befinden, wie u.a. Hilton Hotel Corp., Armour & Co., Mack Trucks Inc., Martin Co., Sperry Rand Corp., Sheraton Corp. und General Tire & Rubber Co.

---

1) Die Diskrepanz zwischen der Anzahl der in die Untersuchung mit einbezogenen Stock Purchase Warrants (60) und der der Gesellschaften ergibt sich, weil drei Gesellschaften mehrmals verschiedene Stock Purchase Warrants ausgegeben haben. Vgl. Anhang, Anlage 5.

2) Vgl. Erster Teil, I.Abschnitt, 2.

b) Verwendung bei außergewöhnlichen Finanzierungsmaßnahmen

Stock Purchase Warrants haben sich als ein sehr geeignetes Finanzierungsinstrument im Rahmen von Sanierungsmaßnahmen (reorganizations) erwiesen. Seit ungefähr 1920 haben Gesellschaften Warrants an Aktionäre ausgegeben, deren Ansprüche und Rechte infolge von Sanierungen weitgehend wertlos geworden waren.[1] Wird zum Beispiel eine Gesellschaft gezwungen, ihr Aktienkapital in einem starken Maße zusammenzulegen, so werden die mit Warrants abgefundenen Altaktionäre bei später zunehmenden Erträgen und demzufolge auch steigenden Aktienkursen die Möglichkeit haben, Aktien der Gesellschaft zu Vorzugspreisen zu erwerben. Auf der anderen Seite wird es einer Gesellschaft, die zwecks Durchführung einer Sanierung den Aktionären vorschlägt, auf einen Teil des Aktienbesitzes freiwillig zu verzichten, sehr viel leichter gelingen, dieses Vorhaben durchzusetzen, wenn sie ihnen Warrants anbietet. Auch könnte man sich vorstellen, daß eine Gesellschaft, um mit ihren Gläubigern leichter zu einem Abkommen zu gelangen, diesen vorschlägt, für einen Teil der Forderungen Warrants entgegenzunehmen.

Im Rahmen einer von der Erie Railroad Company in den Jahren 1939/40 durchgeführten Sanierung[2] erhielten

---

1) "In the older reorganizations, perhaps before 1907, the common and sometimes the preferred shareholders, whose values had vanished in the failure were simply eliminated. They were in the vernacular of the market 'wiped out'. But during the reorganizations after 1920, the holders of old stock, worthless except for the memory of a forlorn hope were often given a consideration in the form of a warrant to purchase new stock of the reorganized company." Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol. I., S.267.

2) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.572 ff.

die alten Aktionäre für je eine alte Stammaktie ein Fünftel einer neuen Aktie und zusätzlich einen Warrant, der dem Inhaber das Recht vermittelte, 1 1/4 neue Aktien zum Preise von $ 38,17 pro Aktie bis zum 31.Dezember 1944 zu erwerben. Die im Falle einer Optionsausübung der Gesellschaft zufließenden Beträge sollten an unbefriedigte Gläubiger ausgeschüttet werden, die anderenfalls einen Anspruch auf Aktien der Gesellschaft hatten. Durch den Gebrauch der Stock Purchase Warrants wollte die Geschäftsleitung also zwei Ziele erreichen. Einmal wollte man den Aktionären nicht vorenthalten, an einer späteren günstigen Entwicklung des Unternehmens bevorzugt teilzuhaben, und zum anderen sollte verhindert werden, daß die Gläubiger eine zu starke Machtstellung erlangen würden. Inwieweit die Optionsrechte ausgeübt wurden, ließ sich nicht feststellen, jedoch spricht gegen eine sehr zahlreiche Ausnutzung dieser Rechte die Tatsache, daß die Aktienkurse während der Optionsfrist niemals den Optionskurs überschritten.

Neuerdings hat sich allerdings die Securities and Exchange Commission gegen die Ausgabe von Stock Purchase Warrants an Aktionäre, deren Aktien wertlos geworden sind, ausgesprochen, weil sie die Ansicht vertritt, daß diesen Aktionären keine Ansprüche auf Warrants zustehen, besonders da die Ausübung der Optionsrechte einen Nachteil für die neuen Geldgeber bedeuten kann.[1] Der United States Surpreme Court ist dieser Ansicht gefolgt und hat die Ausgabe von Warrants anläßlich einer Sanierung, wenn auch nur in einem bestimmten Fall (Chicago,Milwaukee, St. Paul and Pacific Railways reorganization), als rechtlich unzulässig erklärt.[2]

---

1) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.573.
2) Vgl. Graham and Dodd, a.a.O., S.573.

Dadurch dürfte die Möglichkeit des Gebrauchs von Stock Purchase Warrants im Rahmen von Sanierungen heute in den Vereinigten Staaten sehr eingeschränkt worden sein. Im Einzelfall wird genau zu prüfen sein, inwiefern eine Begebung von Stock Purchase Warrants anläßlich einer Sanierung gesetzlich möglich ist oder ob die Benutzung dieses Finanzierungsmittels aus den erwähnten Gründen im Gegensatz zur Rechtsprechung steht.[1)]

Auch können, abgesehen von einer eigentlichen Sanierung, Stock Purchase Warrants bei sanierungsähnlichen Transaktionen dazu benutzt werden, Inhaber einer bestimmten Wertpapierart dazu zu bewegen, diese gegen andere Effekten umzutauschen. Der Grund für ein solches Vorgehen kann z.B. sein, daß die Rückzahlung fällig werdender Verpflichtungen einer Gesellschaft ungelegen kommt, und sie daher bestrebt ist, diese Schulden in später fällige umzuwandeln. So offerierten z.B. die Baldwin Locomotive Works jedem Inhaber eines Schuldscheines mit $ 100 Nennbetrag, der 1933 fällig wurde, 40 Warrants, die je zum Kauf einer Aktie zum Preise von $ 5 berechtigten, unter der Bedingung, daß die Schuldscheine gegen fünf Jahre später fällig werdende Schuldverschreibungen des gleichen Nennwertes eingetauscht wurden.[2)] Die Alleghany Corp. verfolgte im Jahre 1954 ein ähnliches Ziel, als sie den Inhabern

---

1) "Option warrants may be objectionable in principle, but it is better to create less than perfect securities than to commit a possible injustice to stockholders facing extinction."
Graham and Dodd, a.a.O., S.574.

2) Vgl. Dewing, Arthur Stone: The Financial Policy of Corporations, Vol.I., S.268.

der 236.747 Preferred Stocks, die einen Nennwert von je 100 Dollar besaßen und einen Anspruch auf rückständige Dividendenzahlungen in Höhe von 113 Dollar pro Aktie beinhalteten, den Umtausch in 5%ige Debenture Bonds desselben Nominalwertes anboten und sich verpflichteten, an jeden Vorzugsaktionär, der seine Preferred Stocks im Verhältnis von 1 : 1 gegen diese Bonds eintauschte, 20 Warrants auszugeben, die das ewige Recht gewähren, je eine Stammaktie der Gesellschaft zum Preise von $ 3,75 zu erwerben. 100.000 Preferred Stocks wurden der Gesellschaft auf dieses Angebot hin zurückgegeben, die dadurch einer Verpflichtung in Höhe von 11.300.000 Dollar für rückständige Dividenden entledigt wurde.[1)2)]

Schließlich erhalten "Investment Bankers" gelegentlich von Gesellschaften Stock Purchase Warrants an Stelle der sonst erhobenen Gebühren,[3)] und es wäre ferner denkbar, daß auch an leitende Angestellte einer Gesellschaft Tantiemen in der Form von Warrants ausgegeben werden, obwohl die Gesellschaften in diesen Fällen an und für sich nur unverbriefte Optionsrechte (options) gewähren.[4)]

Die insgesamt erwähnten Möglichkeiten für die Benutzung der Stock Purchase Warrants bei außergewöhnlichen Finanzierungsmaßnahmen spielen aber, was die Häufigkeit der Emission anlangt, nur eine sehr untergeordnete Rolle.

---

1) Vgl. Fried, Sidney, a.a.O., S.14.
2) Die Warrants wurden Mitte 1961 zu einem Kurse von 8 Dollar gehandelt.
3) "They have been issued to and retained by banking houses as a part of their compensation for undertaking the flotation of a security or for assisting in the promotion of a new concern, but this practise has been criticized by regulatory authorities." Bogen, Jules I., a.a.O., S.452.
4) Vgl. Erster Teil, IV.Abschnitt, 1 d.

2. Auswirkungen der Stock Purchase Warrants

a) Auf die Machtverhältnisse innerhalb der Gesellschaft

Die Inhaber von Stock Purchase Warrants besitzen eine Anwartschaft auf Stammaktien, aber -wie schon erwähnt- keinerlei Stimmrechte.[1] Da durch die Optionsausübung jedoch eine Erhöhung des Stammkapitals verursacht wird und diese auch eine Vermehrung der Stimmenzahl in der Hauptversammlung zur Folge hat, müßte den Altaktionären grundsätzlich ein Bezugsrecht auf Warrants zugestanden werden.[2] Im Recht der Vereinigten Staaten ist das Bezugsrecht aber sehr viel schwächer ausgebildet als im deutschen Recht und besteht, wenn es nicht überhaupt grundsätzlich ausgeschlossen werden kann, in den meisten Staaten dann nicht, wenn die neuen Aktien im Rahmen des "authorized capital" ausgegeben werden.[3]

Die Ausgabe von Stock Purchase Warrants stellt somit für die Altaktionäre, wenn das Bezugsrecht ausgeschlossen ist, eine latente Bedrohung der bestehenden Machtverhältnisse dar. Von größerer Bedeutung wird die durch eine Optionsausübung entstehende Machtverschiebung allerdings nur sein, wenn die insgesamt mittels Stock Purchase Warrants zu erwerbenden Aktien einen hohen Prozentsatz des bis dato ausgegebenen Stammkapitals (issued capital) ausmachen und ein ansehnlicher Teil der Optionsaktien tatsächlich ausgegeben wird.[4] Ein im Vergleich zu den

---

1) Vgl. Erster Teil, II. Abschnitt, 2 b.
2) In Deutschland haben gemäß § 174, Abs.4 AktG die Aktionäre auf neu auszugebende Obligationen, die mit Optionsscheinen ausgestattet sind, ein gesetzliches Bezugsrecht.
3) Vgl. Erster Teil, III. Abschnitt, 2.
4) Vgl. Linnhoff, Hans-Otto, a.a.O., S.153.

Aktienkursen sehr hoch angesetzter Optionskurs kann aber die Optionsausübung -sie erfolgt in aller Regel nur bei über dem Optionskurs liegenden Aktienkursen- stark einschränken, wenn nicht ganz verhindern, und Warrants mit ewiger Laufzeit und Optionsfrist werden oft zum großen Teil überhaupt nicht ausgeübt.

Die mit einer Ausgabe von Stock Purchase Warrants verbundene Gefahr der Veränderung der Machtverhältnisse wird also in Fällen, wo sie auf Grund der Anzahl der emittierten Warrants und des Optionsverhältnisses potentiell sehr groß ist, in bezug auf ihr wirkliches Ausmaß auch von der Ausstattung der Warrants abhängen.

b) Auf die Ertragskraft und auf den Kurs der Stammaktien

Solange Stock Purchase Warrants nicht ausgeübt werden, ergibt sich ein wirklicher Einfluß weder auf die Ertragskraft noch auf den Kurs der Stammaktien, denn Warrants gewähren kein Anrecht auf Dividende.[1] Der vor dem Vollzug der Option nur potentielle Einfluß findet bei der Bewertung der Stammaktien keine Berücksichtigung durch die Börse.[2] Die Nichtbewertung der potentiellen Auswirkung wird durch die besonderen Eigenschaften von Stock Purchase Warrants bedingt. Anders als bei der Ausgabe von Aktien anläßlich der Bezugsrechtsausübung im Rahmen einer regulären Kapitalerhöhung, ist bei der Ausgabe von Warrants weder der

---

1) Vgl. Erster Teil, II. Abschnitt, 2 b.
2) "The stock market with its usual heedlessness, applies the same basis of valuation to common shares whether warrants are outstanding or not."
Graham and Dodd, a.a.O., S.572.

Umfang noch der Zeitpunkt der Aktienausgabe genau voraussehbar.[1] Der Inhaber von Stock Purchase Warrants ist nämlich nicht gezwungen, das Optionsrecht auszuüben, wenn er seine Gewinne realisieren will, vielmehr kann er seine Warrants ebensogut an der Börse verkaufen. Handelt es sich um ewige Warrants oder um Warrants mit noch sehr langer Restlaufzeit, so wird es, wie schon erwähnt,[2] für den Anleger sogar vorteilhafter sein, Warrants zu kaufen und zu verkaufen, als das Optionsrecht auszuüben. Dies hat zur Folge, daß Warrants mit ewiger Laufzeit meist nie vollzählig, sondern generell nur in einem geringen Umfang ausgeübt werden, und Warrants mit begrenzter Optionsfrist nur sukzessive während und in steigendem Maße gegen Ende dieser Frist, vorausgesetzt, daß der Aktienkurs über dem Optionskurs liegt.

Da also die Ausgabe von Warrants keine unmittelbaren Folgen zeitigt und auch die Optionsausübung sowohl dem Zeitpunkt als auch dem Umfang nach nicht absehbar ist, so daß die späteren tatsächlichen Auswirkungen ebenfalls ungewiß bleiben, wenn sie sich überhaupt einstellen, werden Aktien von Gesellschaften, die Warrants emittiert haben, an der Börse genauso gehandelt, als ob die Warrants nicht existent wären, d.h. ohne Kursabschlag.

Nach erfolgter Optionsausübung und der damit verbundenen Vermehrung der Stammaktien kann die Ertragskraft der einzelnen Stammaktien geschmälert werden, was eine "Verwässerung"[3] des Stammkapitals (equity dilution)

---

1) Bevor der Aktienkurs den Optionskurs erreicht hat, wird eine Ausübung des Optionsrechtes, da nicht lohnend, sowieso nicht erfolgen. Vgl. Berle and Means, a.a.O., S.2oq
2) Vgl. Zweiter Teil, I. Abschnitt, 3 bb.
3) Vgl. Obst-Hintner, a.a.O., S.520.

bedeuten würde. Eine weitere Konsequenz der Optionsausübung kann die Verminderung des Buchwertes der Aktie (book value) sein, der errechnet wird, indem man sämtliche Verbindlichkeiten und eventuell ausstehende Preferred Stocks von den in der Bilanz ausgewiesenen Gesamtaktiven abzieht und sodann das Eigenkapital inclusive Reserven (capital and capital surplus) durch die Anzahl der ausstehenden Stammaktien dividiert.[1] Liegt nämlich der Buchwert einer Aktie zur Zeit der Optionsausübung über dem Optionskurs, so wird die Ausgabe weiterer Stammaktien zu diesem Preis den durchschnittlichen Buchwert aller Aktien verringern. Entsprechendes gilt selbstverständlich für den Substanzwert der Aktie (asset value), der sich aus der Bewertung der Vermögensteile und der Schulden zu Tageswerten ergibt. Diese negativen Auswirkungen treten vor allem in den Fällen ein, in denen entweder die Anzahl der durch die Optionsausübung neu geschaffenen Aktien einen ins Gewicht fallenden Prozentsatz der bis dahin vorhandenen Aktien ausmacht und/oder der Betrag, der pro neu geschaffene Aktie dem Unternehmen zufließt, wesentlich geringer ist als der sich bis dahin ergebende Buchwert.

Da, wie ausgeführt, die Ausübung der Warrants meist sukzessive und nicht auf einmal erfolgt, verlieren der prozentuale Anteil der neu geschaffenen Aktien und ein etwaiger Differenzbetrag zwischen Mittelzufluß und bisherigem Buchwert im allgemeinen stark an Gewicht. In der Regel wird es daher einer Unternehmung möglich sein,

---

1) Vgl. Jacob, Franz R., a.a.O., S.102.

die im Zuge der Optionsausübung eingehenden Mittel gewinnbringend anzulegen und dadurch die Rentabilität des Stammkapitals auf gleichem Niveau zu halten, wenn nicht sogar -besonders auf die Dauer- zu steigern, wodurch eine Verwässerung des Stammkapitals vermieden wird.

Die Ausübung von Warrants wird deshalb höchstens ein kurzfristiges Sinken der Aktienkurse verursachen, langfristig aber meist ohne Auswirkung auf die Kursentwicklung bleiben. Zudem scheidet auch ein durch mehr oder weniger unmotivierte Anlegerreaktionen bedingtes Fallen der Aktienkurse anläßlich der Optionsausübung aus, da diese in den Vereinigten Staaten ohne Kenntnis der Öffentlichkeit vollzogen wird und erst im Jahresbericht die Tatsache der erfolgten Optionsausübung und ihr Umfang bekannt gegeben werden.

III. Abschnitt

Die steuerliche Behandlung von Stock Purchase Warrants

Die Überlegungen, die der Durchführung von Finanzierungsvorhaben oder der Investition von Kapital vorausgehen, werden im allgemeinen zum nicht geringen Teil durch steuerliche Gesichtspunkte beeinflußt. Nachstehend wird daher untersucht, welche Steuern mit der Emission und dem Kauf und Verkauf von Warrants sowie mit der Ausübung des Optionsrechtes verbunden sind.[1)]

In den Vereinigten Staaten bestehen drei Steuerhoheiten nebeneinander, so daß Abgaben vom Bund, den Gliedstaaten und den Gebietskörperschaften von der gleichen Besteuerungsgrundlage erhoben werden, wodurch zum Teil eine gewisse Konkurrenz hinsichtlich der Steuern zwischen ihnen besteht.[2)] Die vor 1939 sehr zahlreichen und zersplitterten Steuergesetze des Bundes wurden in jenem Jahr zum erstenmal in einem einzigen, allumfassenden Gesetzeswerk, dem Internal Revenue Code von 1939 (IRC 1939) zusammengefaßt. Der heute gültige

---

1) Für die folgenden Ausführungen wurden neben der angeführten Literatur auch briefliche Auskünfte der Firma Arthur Young, Clarkson, Gordon & Co., Chartered Accountants, New York und Toronto vom 8.2.1961 sowie einer deutschen Bank vom 23.11.1961 und 4.12.1961 verwandt.

2) Vgl. Stiefel und Walter: Internationale Steuern, 4.Lieferung: Vereinigte Staaten von Amerika, Berlin-- Frankfurt/Main 1957, S.7.

Internal Revenue Code von 1954 (IRC 1954) stellt eine vereinfachte und überarbeitete Form des ursprünglichen Textes dar,[1] Neben diesem Gesetzeswerk kommt, was die Bundessteuern (Federal Taxes) anlangt, den sogenannten "regulations" eine besondere Bedeutung zu. Sie werden vom "Secretary of the Treasury" erlassen und sind als offizielle und rechtsverbindliche Auslegung des Gesetzes zu bezeichnen - Sec. 7805 IRC.[2] Im folgenden wird, soweit der Gesetzestext nicht eindeutig und klar verständlich ist, auf die betreffenden "regulations" verwiesen werden.
Im Gegensatz zu den einheitlich geltenden Bundesgesetzen sind die Steuergesetze der Gliedstaaten und der Gebietskörperschaften unterschiedlich und uneinheitlich. Viele Einzelstaaten erheben z.B. keine Einkommensteuer, sondern nur eine Vermögensteuer, wie überhaupt die Belastung durch einzelstaatliche Steuern sehr viel geringer ist als die durch die vom Bund erhobenen Steuern.[3] Die lokalen und einzelstaatlichen Steuern verlieren außerdem an Gewicht, da sie fast alle bei der Bundeseinkommensteuer abzugsfähig sind.[4] Eine Berücksichtigung der 50 verschiedenen Steuersysteme der Einzelstaaten und der noch viel zahlreicheren lokalen Steuern würde über den Rahmen dieser Arbeit hinausgehen.

---

1) Als Unterlage für diese Arbeit wurde der Internal Revenue Code von 1954 in der Fassung vom 3. Januar 1961 benutzt.
2) Aus Gründen der Unterscheidung werden im folgenden die "regulations", wie gebräuchlich, mit Paragraphen gekennzeichnet, im Gegensatz zu den "Sections" (Sec.) des Steuergesetzes.
3) Diese Vermögensteuer ist in der Regel weit niedriger als in Deutschland und sollte eher mit der deutschen Grundsteuer verglichen werden, da sie in der Mehrzahl der Fälle auf das Realvermögen beschränkt bleibt. Vgl. Eßer und Merten: Steuern in den USA, Bonn 1956, S.73.
4) Die wichtigsten nicht abzugsfähigen Steuern sind die Erbschaft- und die Schenkungsteuer - Sec.164(b) IRC.

1. Die von der Gesellschaft zu tragenden Steuern

a) Bei der Emission

Die Emission von Aktien unterliegt in den Vereinigten Staaten einer Bundesemissionssteuer (Federal Issuance Tax) - Sec. 4301 IRC. Bei Stock Purchase Warrants -sie verbriefen nur einen Anspruch auf Aktien- wird dagegen anläßlich der Erstausgabe keine Bundesemissionssteuer erhoben - § 47.4301-2(b)(1).

Die Emission von Aktien unterliegt aber keiner Bundesbörsenumsatzsteuer (Federal Transfer Tax) - Secs. 4321,4351 (b) IRC, und auch die Erstausgabe von Stock Purchase Warrants, die zum Kauf von noch nicht emittierten Aktien berechtigen -diese Art der Warrants ist die am häufigsten anzutreffende-, ist von dieser Steuer befreit - § 47.4321-3(a). Anders verhält es sich dagegen mit solchen Stock Purchase Warrants, die einen Kaufanspruch auf schon einmal ausgegebene Aktien (Vorratsaktien) verbriefen. Diese Warrants sind anläßlich ihrer Emission bundesbörsenumsatzsteuerpflichtig - § 47.4321-3(b)(1). Steuermaßstab ist nicht ein eventuell für diese Warrants von der Gesellschaft festgesetzter Preis, sondern der Marktwert der Aktien, die durch die Ausübung des Optionsrechtes erworben werden können - § 47.4321-3(b)(1). Entsprechend wird bei einem Optionsverhältnis, das von 1 : 1 abweicht, ein Bruchteil oder ein Vielfaches des Marktwertes einer Aktie der Steuermaßstab sein. Diese Steuer entspricht der Bundesbörsenumsatzsteuer für Aktien - § 47.4321-3(b)(1) und beträgt 4 Dollarcents pro angefangene 100 Dollar - Sec.4321 IRC. Dabei werden als

angefangene 100 Dollar Beträge gerechnet, die 50 Dollar übersteigen - § 47.4321-1(b)(2)(iii). Eine Begrenzung der pro Warrant anfallenden Steuern ist insofern gegeben, als die Maximalbelastung 8 Dollarcents pro Warrant nicht überschreiten darf und eine Mindeststeuer von 4 Dollarcents pro Warrant auch dann erhoben wird, wenn der ausmachende Betrag unter 50 Dollar liegt - Sec.4321(1)(2) IRC. Sind diese Warrants zur Zeit der Emission mit Bonds oder Preferred Stocks verbunden (sold as a package), so ist sowohl die Bundesbörsenumsatzsteuer für die Warrants - § 47.4321-1(a) als auch die immer anfallende Emissionssteuer für die Bonds oder Preferred Stocks zu entrichten.[1)]

Steuerschuldner sind, wie im übrigen bei sämtlichen Kapitalverkehrsteuern des Bundes, alle an dem der Steuer unterliegenden Geschäft beteiligten Parteien und die Gesellschaft, deren Wertpapiere emittiert oder gehandelt werden - Sec. 4384 IRC; § 47.4384-1(a). In der Regel werden aber die bei der Emission von Wertpapieren fälligen Steuern von den Gesellschaften getragen, was allerdings nicht ausschließt, daß die am Geschäft beteiligten "Investment Bankers" den Ersterwerber zusätzlich mit Gebühren belasten.

b) Bei der Optionsausübung

Gesellschaften, die Stock Purchase Warrants ausgegeben haben, müssen bei der Ausübung des Optionsrechtes durch die Inhaber der Warrants Aktien an diese ausgeben.

Handelt es sich bei diesen Aktien um solche, die erstmalig ausgegeben werden, so unterliegt ihre Emission einer Bundesemissionssteuer - Sec.4301 IRC; § 47.4301-2(a)(7), dagegen keiner Börsenumsatzsteuer - Secs.4321,

---

1) Die Emissionssteuer für Aktien ist unter 1 b dieses Abschnitts erläutert. Die Emissionssteuer für Bonds

4351 IRC; § 47.4321-3(a).[1] Bei der Berechnung der Bundesemissionssteuer wird der tatsächliche Wert (Marktpreis) und nicht der Nennwert oder ein vertraglich vereinbarter Preis zugrunde gelegt - Sec. 4301 IRC; § 47.4301-1(b)(1)(i), so daß bei der Besteuerung der Emission von Aktien, die anläßlich einer Optionsausübung emittiert werden, nicht der vereinbarte Optionskurs als Steuerbasis genommen wird, sondern der zu diesem Zeitpunkt herrschende Marktpreis der Aktien - § 47.4301-1(b)(2)(ii). Die Steuer beträgt 10 Dollarcents pro angefangene 100 Dollar (1‰) - Sec. 4301 IRC. Als angefangene 100 Dollar werden hierbei nur Beträge gerechnet, die 50 Dollar übersteigen und unter 100 Dollar liegen - § 47.4301-1(b)(1)(iii). Steuerschuldner sind alle an der Transaktion beteiligten Parteien. Wie schon erwähnt, werden diese Steuern aber im allgemeinen von der ausgebenden Gesellschaft übernommen.[2]

Sind die Aktien, die an Inhaber von Warrants anläßlich der Optionsausübung ausgegeben werden, Vorratsaktien, so unterliegt ihre Ausgabe keiner Bundesemissionssteuer - Secs.4301,4321,4351(b) IRC. Auch eine Bundesbörsenumsatzsteuer entfällt, da diese bei der Erstausgabe der Stock Purchase Warrants erhoben wurde - § 47.4321-3(b)(2), so daß in diesem Fall die Emission der Aktien steuerfrei ist.

---

wird vom Nennbetrag berechnet und beträgt 11 Dollarcents pro angefangene 100 Dollar (1,1‰) - Sec.4311 IRC.

1) Vgl. 1 a dieses Abschnitts.
2) Vgl. 1 a dieses Abschnitts.

2. Die vom Anleger zu tragenden Steuern

a) Beim Erwerb

Der Ersterwerb von Stock Purchase Warrants ist von der Emissionssteuer des Bundes ausgenommen.[1] Der Bundesbörsenumsatzsteuer unterliegt nur die Emission von Stock Purchase Warrants, die einen Kaufanspruch auf schon einmal emittierte Aktien beinhalten. Da diese Steuer im allgemeinen von der Gesellschaft getragen wird, ist sie unter 1 a dieses Abschnitts erläutert.

Der Abschluß von sonstigen Anschaffungsgeschäften über Stock Purchase Warrants ist dann bundesbörsenumsatzsteuerpflichtig, wenn die gehandelten Warrants einen Anspruch auf den Kauf von noch nicht emittierten Aktien gewähren - § 47.4321-3(a). Sind diese Stock Purchase Warrants zum Zeitpunkt des Kaufs noch mit den Bonds oder Preferred Stocks verbunden (attached), mit denen sie ursprünglich emittiert worden waren, so unterliegen sie dennoch ebenfalls der Bundesbörsenumsatzsteuer - § 47.4321-1(a). Da diese Steuern nach den derzeitig herrschenden Usancen jedoch jeweils vom Käufer zu tragen sind, werden sie unter 2 b dieses Abschnitts besprochen. Der Handel in Stock Purchase Warrants, die zum Kauf von Vorratsaktien berechtigen, ist dagegen in keinem Fall bundesbörsenumsatzsteuerpflichtig - § 47.4321-3(b)(2).

---

1) Vgl. 1 a dieses Abschnitts.

Insgesamt gesehen, ist also der Kauf von Stock Purchase Warrants, gleichgültig ob es sich um einen Ersterwerb oder einen späteren Kauf handelt, für den Käufer steuerfrei, denn auch die Übertragung von Wertpapieren vom Broker auf den Kunden, für den er den Erwerb getätigt hat, unterliegt nicht der Börsenumsatzsteuer - § 47.4321-2(b)(11).

b) Beim Verkauf

Die Übertragung von Stock Purchase Warrants vom Inhaber auf den Broker zum alleinigen Zweck des Verkaufs durch letzteren ist nicht börsenumsatzsteuerpflichtig - § 47.4321-3(b)(2).

Die Veräußerung von Stock Purchase Warrants, die ein Optionsrecht auf noch nicht ausgegebene Aktien verbriefen, ist dagegen mit der Börsenumsatzsteuer des Bundes belastet - § 47.4321-3(a). Nach den herrschenden Gebräuchen ist der Verkäufer allein zur vollen Entrichtung dieser Steuer verpflichtet. Die Steuersätze entsprechen denen für Aktien - §§ 47.4321-3(a), 47.4321-4(b)(1)(2). Es besteht kein Unterschied in der Besteuerung von Händlergeschäften und übrigen Verkäufen - Sec.4321 IRC; § 47.4321-1(a). Steuermaßstab ist der Marktpreis - Sec.4321 IRC, § 47.4321-1(b)(3). Die Steuer beträgt 4 Dollarcents pro angefangene 100 Dollar - Sec. 4321 IRC. Als angefangene 100 Dollar werden Beträge gerechnet, die 50 Dollar übersteigen - § 47.4321-1(b)(2)(iii). Eine Begrenzung der Besteuerung sowohl nach oben als auch nach unten ist dadurch festgelegt, daß die Höchstbesteuerung 8 Dollarcents pro Aktie bzw. pro Stock Purchase Warrant nicht überschreiten darf - Sec. 4321(1) IRC und eine Mindeststeuer von 4 Dollarcents auch dann erhoben wird, wenn der Marktpreis unter 50 Dollar liegt - Sec.4321(2)IRC.

Sind diese Warrants zur Zeit des Verkaufs noch mit Bonds oder Preferred Stocks verbunden (attached), so ist ihre Veräußerung trotzdem börsenumsatzsteuerpflichtig - § 47.4321-1(a). Handelt es sich um Warrants, die zusammen mit Bonds veräußert werden, so ist der Marktpreis auf die Obligation und den Stock Purchase Warrant zu verteilen, da beide verschieden hoch versteuert werden und auch die Steuermaßstäbe differieren. Während, wie schon erwähnt, die Steuer für Warrants unter Zugrundelegung des Marktpreises dieser Effekten errechnet wird, erfolgt die Besteuerung der Bonds unabhängig vom Marktpreis nach dem Nennwert, und die Steuer beträgt immer 5 Dollarcents pro angefangene 100 Dollar - Sec. 4331 IRC. Werden die Warrants dagegen zusammen mit Preferred Stocks gehandelt, so ist eine gesonderte Berechnung der Steuer nicht notwendig, da der Marktwert für beide Effekten der Steuermaßstab ist und dieser bei "vollen" Preferred Stocks den Kurswert der Warrants einschließt.

c) Bei der Optionsausübung

Der Erwerb von Aktien einer nordamerikanischen Gesellschaft durch den Ersterwerber unterliegt nur einer Emissionssteuer.[1] Die somit gewöhnlich mit Inanspruchnahme des Optionsrechtes fällige Steuer wird im allgemeinen von der Gesellschaft getragen und wurde daher unter 1 b dieses Abschnitts besprochen. Die Emission von Aktien ist nur dann nicht emissionssteuerpflichtig, wenn die auf Grund der Optionsausübung

---

1) Vgl.1 b dieses Abschnitts.

ausgegebenen Aktien schon früher von der Gesellschaft emittiert worden waren und später zurückgekauft wurden.[1)]

Der Bezug von Aktien gegen Hingabe von Stock Purchase Warrants ist somit für den Optanten immer steuerfrei.

d) Laufende Besteuerung

In den Vereinigten Staaten wird vom Bund keine Vermögensteuer erhoben,[2)] so daß sich die laufende Besteuerung auf das Einkommen beschränkt.

Gewinne (capital gains), die beim Verkauf von Kapitalanlagen (capital assets) realisiert werden, unterliegen nicht der vollen Belastung durch die normale Bundeseinkommensteuer. Bei der Berechnung der Steuer, die auf diesen Kapitalgewinnen liegt, ist zwischen langfristigen Gewinnen -zwischen Anschaffung und Veräußerung liegen mehr als 6 Monate- und kurzfristigen Ergebnissen zu unterscheiden - Sec.1222 IRC.[3)] Unter den Begriff Kapitalanlagen fallen Aktien, Obligationen und auch Stock Purchase Warrants- Secs.1221,1234(a) IRC, sofern diese Effekten zum Zwecke eines Investments gekauft wurden - Sec.1221(1) IRC. Bei Gewinnen aus Wertpapiertransaktionen, die von Effektenhändlern (dealers in securities) im Rahmen ihrer Berufsausübung erzielt werden, ist dagegen der einkommensteuerliche Sondertatbestand der Kapitalgewinne nicht erfüllt - Sec.1236 IRC.

---

1) Vgl. 1 b dieses Abschnitts.
2) Vgl. Internal Revenue Code of 1954 (IRC), S.VII.
3) Für die Feststellung, ob es sich anläßlich einer späteren Veräußerung von durch eine Optionsausübung erworbenen Aktien um lang- oder kurzfristige Kapitalgewinne bzw. Kapitalverluste handelt, ist nur der Zeitraum des Aktienbesitzes zugrunde zu legen - Sec.1223 (6) IRC. Es ist unerheblich, wie lange der Anleger Inhaber der Stock Purchase Warrants war.

Für Kapitalgewinne von Anlegern, die natürliche Personen sind, gilt im einzelnen folgendes: Übersteigt während eines Steuerjahres der langfristige Nettokapitalgewinn -die Differenz aus langfristigen Kapitalgewinnen und -verlusten - Sec.1222(7) IRC- den kurzfristigen Nettokapitalverlust -kurzfristige Kapitalverluste minus kurzfristige Kapitalgewinne - Sec.1222(6) IRC-, so erfolgt eine Versteuerung nach besonderen Vorschriften - Sec.1201(b) IRC.[1] Mit anderen Worten, ein kurzfristiger Nettokapitalverlust kann vom langfristigen Nettokapitalgewinn abgesetzt werden, der gesondert zu versteuern ist. Ein kurzfristiger Nettokapitalgewinn, vermindert um den Betrag eines eventuell bestehenden langfristigen Nettokapitalverlustes, ist dagegen normal zu versteuern. Wurden während eines Jahres sowohl langfristige als auch kurzfristige Nettokapitalgewinne erzielt, so kann nur der langfristige Nettokapitalgewinn zu günstigeren Sätzen versteuert werden - Sec.1201(b) IRC.

Bei der bevorzugten Versteuerung der langfristigen Nettokapitalgewinne hat die natürliche Person ein Wahlrecht hinsichtlich der Veranlagung. Vom Bruttoeinkommen (gross income - Sec.61 IRC), das sämtliche Nettokapitalgewinne einschließt, können 50% der langfristigen Nettokapitalgewinne -falls ein kurzfristiger Nettokapitalverlust besteht, muß dieser, wie schon gesagt, erst in Abzug gebracht werden- abgesetzt werden.- Sec.1202 IRC. Der Rest des Einkommens ist dann normal zu versteuern. Die

---

1) Anders als in Deutschland, wo Gewinne aus Wertpapiergeschäften, bei denen zwischen Anschaffung und Veräußerung mehr als 6 Monate liegen, steuerfrei sind (§ 23 Abs. 1 Ziffer 1 b EStG) sind diese Kapitalgewinne in den Vereinigten Staaten nur niedriger zu versteuern.

alternative Besteuerungsart sieht vor, daß der Überschuß der langfristigen Nettokapitalgewinne über die kurzfristigen Nettokapitalverluste zu 100% aus dem Bruttoeinkommen ausgesondert wird und getrennt zu versteuern ist; der Steuersatz beträgt in diesem Fall 25% - Secs.1201(b)(1)/(2), 1202 IRC.[1)]

Ergibt sich am Ende eines Steuerjahres ein Nettoverlust aus Kapitalanlagegeschäften, so ist dieser bis zu einer Höhe von 1.000 Dollar vom Bruttoeinkommen absetzbar - Sec.1211(b) IRC. Ein darüber hinausgehender Verlust wird steuerlich als kurzfristiger Nettokapitalverlust betrachtet und kann in den dem Verlustjahr folgenden fünf Jahren von eventuell bestehenden Nettokapitalgewinnen abgesetzt werden - Sec.1212 IRC.

Handelt es sich beim Anleger um eine juristische Person, so ergibt sich folgender steuerliche Tatbestand:[2)] Die juristische Person kann entweder sämtliche Nettokapitalgewinne zusammen mit dem übrigen Einkommen normal versteuern - Secs.11, 1201(a) IRC[3)] -, oder sie kann den langfristigen Nettokapitalgewinn, sofern er einen vorhandenen kurzfristigen Nettokapitalverlust übersteigt, allein und getrennt versteuern - Sec.1201(a) IRC. Die

---

1) Diese Art der Veranlagung wird erst bei höheren Einkommen lohnend, wie z.B. bei unverheirateten Personen mit einem Einkommen von über 18.000 Dollar. Vgl. Federal Tax Hand Book 1961, Englewood Cliffs New Jersey 1960, S.126.

2) Im Gegensatz zu den deutschen Steuerbestimmungen (§§ 5 Abs.1 und 6 Abs.1 KStG, § 15 Abs.1 KStDV, § 5 EStG), wird in den USA auch auf Kapitalgewinne von juristischen Personen eine niedrigere als die normale Steuer erhoben.

3) Diese Art der Veranlagung erweist sich aber nur als vorteilhaft, wenn das zu versteuernde Einkommen (taxable income) der auf 1961 folgenden Steuerjahre - mit Wirkung vom 1. Juli 1961 wurde der normale Steuersatz (normaltax rate) von 30% auf 25% ermäßigt (Sec.11(b)(2) IRC) - nicht über 25.000 Dollar liegt, da für das darüber hinausgehende Einkommen neben der normalen Steuer (normaltax rate) von 25%, eine zusätzliche Steuer (surtax rate) von 22% erhoben wird. Vgl. Federal Tax Hand Book 1961, S. 384 und 406 ff.

Steuer beläuft sich in diesem Fall auf 25% - Sec.1201(a)(2) IRC. Im Gegensatz zur natürlichen Person hat die amerikanische juristische Person für den Fall, daß sie die Kapitalgewinne zusammen mit dem übrigen Einkommen versteuert, nicht die Möglichkeit, 50% des langfristigen Nettokapitalgewinns vom Bruttoeinkommen abzusetzen - Sec.1201(a) IRC. Ferner entfällt für sie die Möglichkeit, Nettoverluste aus Kapitalanlagen bis zu einer Höhe von 1.000 Dollar vom übrigen Einkommen abzusetzen - Sec.1211(a) IRC, jedoch können Nettokapitalverluste ebenfalls 5 Jahre lang vorgetragen werden und in späteren Steuerjahren, die in diesem Zeitraum liegen, von jeweils vorhandenen Nettokapitalgewinnen abgesetzt werden - Sec.1212 IRC.

Insgesamt ergeben sich aber, was die Besteuerung von Kapitalgewinnen bei juristischen und natürlichen Personen anlangt, keine entscheidenden Unterschiede. Für beide gilt vielmehr, daß Einkünfte, die aus der Veräußerung langfristiger Kapitalanlagen herrühren, mit einem Höchstsatz von 25% zu versteuern sind, worunter auch die Gewinne fallen, die aus einer Anlage in Stock Purchase Warrants resultieren.

S c h l u ß

Die vorliegende Arbeit hat gezeigt, daß Stock Purchase Warrants als Effekten mit spekulativem Charakter anzusehen sind, da sie keine laufende Rendite bieten, die Sicherheit der verbrieften Forderung in dubio als nicht sehr weitreichend zu beurteilen ist und den zwar möglicherweise gegebenen besonderen Gewinnchancen die grossen potentiellen Verlustrisiken gegenüberzustellen sind. Stock Purchase Warrants sind deshalb keine Kapitalanlagemittel im klassischen Sinn. Anleger jedoch, die neben festverzinslichen Papieren bei genügend großer Risikoverteilung Stock Purchase Warrants erwerben, können dadurch einen Ausgleich für die sonst nur in einem geringen Ausmaß gegebenen Kapitalzuwachsmöglichkeiten erreichen.

Wie sich weiter ergeben hat, kann die Ausgabe von Stock Purchase Warrants Nachteile für die Aktionäre aufweisen, denn der Board of Directors kann auf Grund der ihm vom nordamerikanischen Gesellschaftsrecht verliehenen Machtvollkommenheit die Ausstattung der Warrants und damit auch die sich durch die Optionsausübung möglicherweise ergebenden negativen Auswirkungen auf den Wert der alten Aktien und die bestehenden Machtverhältnisse fast uneingeschränkt bestimmen.

Für den Emittenten bringen Stock Purchase Warrants im wesentlichen nur einen nicht schwerwiegenden Nachteil mit sich : die Unmöglichkeit, genau vorauszubestimmen, wann das durch die Ausgabe dieser Effekten

potentiell geschaffene Kapital der Gesellschaft tatsächlich zufließt. Die anderen erwähnten möglichen Mängel fallen nicht sehr ins Gewicht, da sie durch die Ausgestaltung der Optionsbedingungen ausgeglichen werden können. Insgesamt gesehen, wird nur die Ausgabe von Stock Purchase Warrants mit ewiger Laufzeit und konstanten Optionskursen grundsätzlich negative Folgen haben, die aber praktisch kaum in Erscheinung treten werden, da die Optionsausübung bei diesen Warrants oft unterbleibt.

Als Finanzierungsmittel haben Stock Purchase Warrants den besonderen Vorzug, dass sie je nach den angestrebten Zielen zweckentsprechend ausgestattet werden können. Besonders im Zusammenhang mit der Emission von Bonds oder Preferred Stocks werden Warrants dazu beitragen, die Emissionsbedingungen wesentlich zu verbessern oder gegebenenfalls den Weg zum Kapitalmarkt sogar überhaupt erst zu erschließen (capital sweetening). Ein weiterer entscheidender, spezifischer Vorteil von Stock Purchase Warrants liegt darin, dass sie die Beschaffung von zusätzlichem Eigenkapital zu Kursen ermöglichen, die, im Gegensatz zu den Verhältnissen bei einer normalen Kapitalerhöhung, dem Marktpreis der Aktien sehr nahekommt.

Die Anwendung von Stock Purchase Warrants ist also keineswegs nur dann angebracht, wenn man durch sie anderweitig aussichtslose Emissionen von Bonds oder Preferred Stocks marktfähig machen will, sondern bietet im Rahmen sonstiger Finanzierungsmaßnahmen ebenfalls nicht unbedeutende Vorzüge. Auch

in Deutschland kann sich mit der zunehmenden Popularisierung des Aktiendenkens das Bedürfnis entwickeln, neben den bisher vorherrschenden Rentenpapieren, die schon von der Denkschrift des Bundeswirtschaftsministeriums von 1960 geforderten reizvolleren neuen Effektenarten zu schaffen. Dabei dürfte z.B. ein bei einer Obligationenemission als Stock Purchase Warrant kostenlos ausgegebenes Zusatzrecht auf den Erwerb einer IG-Nachfolger-Aktie zum Kurse von 800 für den Anleger wie Emittenten Interesse haben. Mutatis mutandis kann daher der Stock Purchase Warrant in Deutschland eines Tages gleichfalls zu einem festen Bestandteil des Kapitalmarktes werden.

Literaturverzeichnis

1. Bücher

Baker and Cary:	Cases and Materials on Corporations, 3rd Edition, Brooklyn 1958
Ballantine, H.W.:	Ballantine on Corporations, Revised Edition, Chicago 1946
Beckmann, L.:	Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2.Aufl., Stuttgart 1956
Berle and Magill:	Cases and Materials in the Law of Corporation Finance, St.Paul Minnesota 1942
Berle and Means:	Modern Corporation and Private Property, New York 1933
Berle and Warren:	Cases and Materials on the Law of Business Organisations (Corporations), Brooklyn 1947
Beutel's Brennan:	Negotiable Instrument Law, 7th Edition, Cincinnati 1948
Bogen, Jules I.:	Financial Handbook, 3rd Edition, New York 1959
Clendenin, John C.:	Introductions to Investments, 2nd Edition, New York, Toron and London 1955

Dallwig, Kurt:	Convertible Bonds, Diss. Frankfurt/Main 1932
Dewing, Arthur Stone:	The Financial Policy of Corporations, Vol. I, 5th Edition, New York 1953
Dewing, Arthur Stone:	The Financial Policy of Corporations, Vol. II, 5th Edition, New York 1953
Eßer und Merten:	Steuern in den USA, Bonn 1956
Fried, Sidney:	The Speculative Merits of Common Stock Warrants, New York 1961
Görtz, Hermann:	Auswärtige Anleihen, Marburg 1926
Graham and Dodd:	Security Analysis, Principles and Technique, 2nd Edition, New York Toronto London 1940
Graham and Dodd:	Security Analisys, Principles and Technique, 3rd Edition, New York Toronto London 1951
Guthmann and Dougall:	Corporate Financial Policy, 3rd Edition, Englewood Cliffs New Jersey 1959
Hintner, O.:	Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961
Hueck, A.:	Gesellschaftsrecht, 10.Aufl., München und Berlin 1960
Hueck, A.:	Recht der Wertpapiere, 8.Aufl., Berlin und Frankfurt/Main 1960

Huppertz, Hubert:	Convertible Bonds als Aktienwandelobligationen und andere Mischformen als Mittel der Kapitalbeschaffung in den Vereinigten Staaten von Amerika, Diss. Köln 1926
Husband and Dockeray:	Modern Corporation Finance, 4th Edition, Homewood Illinois 1957
Jacob, Franz R.:	Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel und Stuttgart 1959
Kerr, Thomas S.:	Business Law, Priciples and Cases, 2nd Edition, New York and London 1944
Leffler, George L.:	The Stock Market, 2nd Edition, New York 1957
Linnhoff, Hans-Otto:	Optionsanleihen, Berlin 1956
Mellerowicz, Konrad:	Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band, 10. erweiterte und veränderte Aufl., Berlin 1959
Montgomery, Robert H.:	Financial Handbook, 2nd Edition, New York 1933
Obst-Hintner:	Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34.Aufl., Stuttgart 1955
Pilcher, C.James:	Raising Capital with Convertible Securities, Ann Arbor, Michigan 1955
Plum and Humphrey:	Investment Analysis and Management, Homewood Illinois 1958

Rusch, H.: Die Wandelschuldverschreibung, Berlin 1956

Stevens, Robert S.: Handbook on the Law of Private Corporations, 2nd Edition, St. Paul Minnesota 1949

Stiefel und Walter: Internationale Steuern, 4.Lieferung: Vereinigte Staaten von Amerika, Berlin-Frankfurt/Main 1957

Theisinger, Karl: Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel der Unternehmung, Stuttgart 1928

Trumpler, H.: Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten von Amerika, Basel 1942

Whiting, Richard: Increase your Investment Profits with Warrants and Convertibles, Garden City New York 1961

2. Aufsätze

Berle, A.A.: Corporate Devices for Diluting Stock Participations, in : Columbia Law Review, Vol. 31, 1931, S.1262

Berle, A.A.:	Investors and the revised Delaware Corporation Act, in : Columbia Law Review, Vol.XXIX, New York 1929, S.570
Buxbaum, Richard M.:	Preferred Stocks - Law and Draftsmanship, in : California Law Review, Vol. 42, No.2, 1954, S.243
Drinker:	The Preemptive Right of Shareholders to subscribe to New Shares, in : Harvard Law Review, Vol. 43, 1930, S.586
Falkenhausen, B. von:	Die Kapitalgesellschaft nach dem Recht der Vereinigten Staaten von Amerika, in: Die Aktiengesellschaft, Nr. 7, 1959, S.186
Garner and Forsythe:	Stock Purchase Warrants and "Rights", in : Southern California Law Review, Vol. IV, No.5, 1931, S.269
Giguère, Guynemer:	Warrants a Mathematical Method of Evaluation, in : Analysts Journal, November 1958, S.17
Hills, George S.:	Convertible Securities - Legal Aspects and Draftsmanship, in: California Law Review, Vol. XIX, 1930, No. 1, S.1
Hundhausen, Carl:	Anleihen und Aktien in der amerikanischen Effektenfinanzierung, in : ZfhwF 1931, S.146

Miller, Stanley R.: Recent Trends in Corporate Financing, in : The Commercial and Financial Chronicle, Vol. 176, No.5170, S.3

Semler jun., Johannes: Der Einfluss der Securities and Exchange Commission auf Rechnungslegung und Prüfung rechtlich selbständiger Gesellschaften in den Vereinigten Staaten von Amerika, in : Die Wirtschaftsprüfung, No.12, 1960, S.317

3. Nachschlagewerke

Atlantic Reporter, Band 74, 1909

Columbia Law Review, Vol. XXIV, No.6, 1924

Columbia Law Review, Vol. XXIX, New York 1929

Corpus Juris Secundum, Vol. 11, Brooklyn 1938

Corpus Juris Secundum, Vol. 93, Brooklyn 1956

Encyclopaedia Britannica, Vol. 23, Chicago London Toronto 1959

Federal Tax Handbook 1961, Englewood Cliffs New Jersey 1961

George Washington Law Review, Vol. 28, No.1, Washington 1959

Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 2.Band, 3.Aufl., Stuttgart 1958

Michigan Law Review, Vol. 40, 1940

Moody's Industrial Manual, American and Foreign, Moody's Investors Service, New York 1961

Palyi-Quittner, Enzyklopädisches Lexikon für Geld-, Bank- und Börsenwesen, Zweite Aufl., Frankfurt/Main 1957

4. Sonstige Publikationen

Corporate Financing Directory, Investment Dealers' Digest 1955 mit 1960

Denkschrift des Bundesministerium für Wirtschaft: Möglichkeiten zur Verbesserung der Struktur des Rentenmarktes, Bonn 1960

The R.H.M. Warrant & Low-Price Stock Survey, 1960 und 1961

Securities and Exchange Commission, Cost of Flotation 1945-1949, Statistical Series Release No.1005, Washington D.C. 1951

Standard & Poor's Corporation: The Outlook, Vol. 31, No.44, New York 1959

Emissionsprospekte, Emissionsverträge, Stock Purchase Warrant-Urkunden, Jahresberichte

A N H A N G

EXERCISABLE ONLY AFTER MARCH 16, 1966, AND ONLY IF COUNTERSIGNED
BY THE WARRANT AGENT AS PROVIDED HEREIN.

NOT ENTITLED TO COUNTERSIGNATURE IF DETACHED FROM DEBENTURE.

No. M

WARRANT TO PURCHASE COMMON STOCK
OF
SPERRY RAND CORPORATION

WARRANT TO PURCHASE
20 STOCK UNITS
AS HEREIN DESCRIBED.

VOID AFTER SEPTEMBER 15, 1967.

THIS CERTIFIES THAT WHEN THIS WARRANT HAS BEEN COUNTERSIGNED AS HEREINAFTER PROVIDED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED TO PURCHASE, AT ANY TIME AFTER MARCH 16, 1966, AND ON OR BEFORE SEPTEMBER 15, 1967,

TWENTY (20) STOCK UNITS,

EACH STOCK UNIT, CONSISTING OF ONE FULL-PAID AND NON-ASSESSABLE SHARE OF COMMON STOCK (PAR VALUE $50 PER SHARE) OF SPERRY RAND CORPORATION, A DELAWARE CORPORATION (HEREIN CALLED THE COMPANY), OR SUCH OTHER STOCK OR SECURITIES AS MAY BE SUBSTITUTED BY REFERENCE THEREIN, BUT THAT SHARE OF STOCK OR SUCH OTHER STOCK OR SECURITIES WHICH ONE STOCK UNIT MAY BE EXCHANGED EITHER SEPARATELY OR IN COMBINATION WITH OTHER STOCK UNITS OR OTHER STOCK OR SECURITIES FOR WHICH OTHER COUNTERSIGNED WARRANTS FOR THE SAME AGGREGATE NUMBER OF STOCK UNITS MAY BE EXCHANGED, BUT NO SUCH NEW WARRANT SHALL BE ISSUED FOR LESS THAN TEN STOCK UNITS.

IN CERTAIN EVENTS PROVIDED FOR IN THE WARRANT AGREEMENT HEREINAFTER REFERRED TO, THE SHARES OF COMMON STOCK INCLUDED IN A STOCK UNIT MAY BE CHANGED AS THEREIN PROVIDED. THE TERM "STOCK UNIT" REFERS TO SUCH SHARES AS SO CHANGED FROM TIME TO TIME.

THIS WARRANT IS ISSUED UNDER AND IN ACCORDANCE WITH THE WARRANT AGREEMENT DATED AS OF SEPTEMBER 1, 1957, BETWEEN THE COMPANY AND THE CITY BANK FARMERS TRUST COMPANY, AS WARRANT AGENT (HEREIN CALLED THE WARRANT AGENT), AND IS SUBJECT TO THE TERMS AND PROVISIONS CONTAINED IN SAID WARRANT AGREEMENT, TO ALL OF WHICH TERMS AND PROVISIONS THE BEARER OF THIS WARRANT BY ACCEPTANCE HEREOF ASSENTS AND AGREES. COPIES OF SAID WARRANT AGREEMENT ARE ON FILE AT THE OFFICE OF THE WARRANT AGENT AND WILL BE FURNISHED BY THE COMPANY UPON REQUEST AND WITHOUT CHARGE.

THIS WARRANT IS TRANSFERABLE BY DELIVERY, AND UNTIL THE BEARER HEREOF, BY ACCEPTING THE SAME, AGREES WITH THE COMPANY AND THE WARRANT AGENT AND WITH EVERY OTHER HOLDER HEREOF THAT ALL TITLE HERETO AND ALL RIGHTS EVIDENCED HEREBY MAY BE TRANSFERRED BY THE DELIVERY HEREOF BY ANY PERSON IN POSSESSION HEREOF; HOWEVER SUCH POSSESSION MAY HAVE BEEN ACQUIRED; WITH THE SAME EFFECT AS IN THE CASE OF NEGOTIABLE INSTRUMENTS PAYABLE TO BEARER, AND EVERY BEARER HEREOF AGREES THAT THE COMPANY AND THE WARRANT AGENT MAY DEEM AND TREAT ANY BEARER OF THIS WARRANT AS THE TRUE AND LAWFUL OWNER HEREOF FOR ALL PURPOSES, AND THAT NEITHER THE COMPANY NOR THE WARRANT AGENT SHALL BE AFFECTED BY ANY NOTICE TO THE CONTRARY.

UNLESS EXERCISED IN FULL, THIS WARRANT MAY BE EXERCISED ONLY FOR THE PURCHASE OF TEN, OR A MULTIPLE OF TEN, STOCK UNITS. UPON ANY PARTIAL EXERCISE OF THIS WARRANT, THERE SHALL BE COUNTERSIGNED AND ISSUED TO OR UPON THE ORDER OF THE BEARER HEREOF A NEW WARRANT IN RESPECT OF THE STOCK UNITS AS TO WHICH THIS WARRANT SHALL NOT HAVE BEEN EXERCISED.

THIS WARRANT DOES NOT ENTITLE ANY BEARER HEREOF TO ANY OF THE RIGHTS OF A STOCKHOLDER OF THE COMPANY.

DATED AS OF SEPTEMBER 1, 1957

COUNTERSIGNED:
CITY BANK FARMERS TRUST COMPANY,
AS WARRANT AGENT

BY

SPECIMEN
AUTHORIZED OFFICER

SPERRY RAND CORPORATION

BY

PRESIDENT

SPERRY RAND CORPORATION INCORPORATED 1955 DELAWARE

- 132 -

Anlage 2

Muster eines Warrant

Exercisable only after ...(Datum)... and only if countersigned by the Warrant Agent as provided herein.

Not entitled to countersignature if detached from Debenture.

No. ... Warrant to purchase Common Stock of

(Name der Corporation)

void after ...(Datum)...

Warrant to purchase ...(Anzahl)... stock units as herein described.

This certifies that when this Warrant has been countersigned as hereinafter provided the bearer hereof will be entitled to purchase, at any time after ...(Datum)..., and on or before ...(Datum)...,

...(Anzahl)... stock units.

Each stock unit consisting of one full-paid and non-assessable share of Common Stock (par value ...(Wert)... per share) of ...(Name der Corporation), a Delaware Corporation (herein called the Company), as such stock is constituted at ...(Datum)... (but the shares included in a stock unit may be changed from time to time upon the occurrence of certain events) at the price of ... per stock unit, if purchased after ...(Datum)... and on or before ...(Datum)..., and at the price of ... per stock unit, if purchased after ...(Datum)..., and on or before ...(Datum)..., by surrendering this Warrant, with the Subscription Form on the back hereof duly executed, at the corporate trust office of ...(Name einer Bank)... (herein called the Warrant Agent), or at the office of its successor as Warrant Agent, in the Borough of Manhattan, city and state of New York, and by paying in full, in lawful money of the United States, the then current purchase price for each stock unit as to which this Warrant is exercised, and upon compliance with and subject to the conditions set forth herein and in the Warrant Agreement hereinafter referred to.

This Warrant may not be exercised until countersigned below by the Warrant Agent. Upon submission to the Warrant Agent of this Warrant, attached to the Debenture of the Company with which it was issued and which bears the same serial number as this Warrant, at any time after ...(Datum)..., or upon the earlier call of said Debenture for redemption, the Warrant Agent will countersign this Warrant, detach it from said Debenture and deliver it and said Debenture to or upon the order of the person submitting them. Unless instructed to do so by the Company as provided in said Warrant Agreement, the Warrant Agent shall not countersign this Warrant if, prior to submission for countersignature, it is detached from said Debenture.

Unless exercised in full, this Warrant may be exercised only for the purchase of ...(Anzahl)...,or a multiple of ...(selbe Anzahl)...,stock units. Upon any partial exercise of this Warrant, there shall be countersigned and issued to or upon the order of the bearer hereof a new Warrant in respect of the stock units as to which this Warrant shall not have been exercised.

After countersignature by the Warrant Agent, this Warrant may be exchanged either separately or in combination with one or more other countersigned Warrants for one or more new countersigned Warrants for the same aggregate number of stock units as were evidenced by the Warrant or Warrants exchanged, but no such new Warrant shall be issued for less than ...(Anzahl)... stock units.

In certain events provided for in the Warrant Agreement hereinafter referred to, the shares of Common Stock included in a stock unit may be changed as therein provided. The term "Stock Unit" refers to such shares as so changed from time to time.

No fractional shares will be issued upon the exercise of rights to purchase hereunder, but in lieu thereof the Company shall pay cash or issue Scrip as provided in said Warrant Agreement.

This Warrant is issued under and in accordance with the Warrant Agreement dated as of ...(Datum)..., between the Company and the Warrant Agent and is subject to the terms and provisions contained in said Warrant Agreement, to all of which terms and provisions the bearer of this Warrant consents by acceptance hereof.

This Warrant is transferable by delivery, and every bearer hereof, by accepting the same, agrees with the Company, the Warrant Agent and with every other bearer hereof that the title hereto and all rights evidenced hereby may be transferred by the delivery hereof by any

person in possession hereof (however such possession may have been acquired) with the same effect as delivery in like circumstances of a Negotiable Instrument payable to bearer, and every bearer hereof agrees that the Company and the Warrant Agent may deem and treat any bearer of this Warrant as the true and lawful owner hereof for all purposes, and that neither the Company nor the Warrant Agent shall be affected by any notice to the contrary.

This Warrant does not entitle any bearer hereof to any of the rights of a stockholder of the Company.

Dated as of .....

Countersigned:

.....	..... Corporation
as Warrant Agent	
by	by
.....	.....
Authorized Officer	President

Anlage 3

Muster einer Zeichnungserklärung

Subscription Form
to be executed
upon exercise of Warrant

.....(Name einer Bank)..., Warrant Agent Corporate Trust Office.

The undersigned hereby exercises, according to the terms and conditions thereof, the right to purchase ...(Anzahl der zu erwerbenden Shares)... stock units, evidenced by the within Warrant, and herewith makes payment of the purchase price in full.

Name .....

Address .....

Signature .....

Dated .....

Anlage 4

Prospectus

$110,000,000

Sperry Rand Corporation

5 1/2 % Sinking Fund Debentures
due September 1, 1982
with
Common Stock Purchase Warrants

The Debentures are entitled to a sinking fund requiring the Company to retire $4,500,000 principal amount of Debentures in each of the years 1963 through 1981 (a total of $85,500,000, about 78 % of the issue, prior to maturity); an additional principal amount of Debentures up to $4,500,000 may, at the Company's option, be redeemed for the sinking fund in each of such years.

The Debentures are redeemable (a) at the Company's option at 105 1/2 % if redeemed on or before August 31, 1959, and at decreasing prices thereafter, and (b) for the sinking fund above mentioned at 100 %, together in each case with accrued interest to the redemption date; but cannot be so redeemed at the Company's option under (a) or for the optional sinking fund prior to September 1, 1967 through borrowings at an effective interest cost of less than 5 1/2 % per annum.

The Debentures are offered with Warrants attached entitling the holder to purchase for cash twenty shares of the Company's Common Stock for each $1,000 principal amount of Debentures, at $25 a share on or before September 16, 1963 and at $28 a share thereafter until the Warrants expire on September 15, 1967; the Warrants are not exercisable or detachable prior to March 17, 1958. The Closing price of the Common Stock on the New York Stock Exchange on September 9, 1957 was $20 7/8 per share.

	Price to Public 1)	Underwriting Discounts and Commissions 2)	Proceeds to Company 1) 3)
Per Unit ($1,000 Debenture with Warrant)	$1,000	$11.50	$988.50
Total	$110,000,000	$1,265,000	$108,735,000

1) Plus accrued interest.

2) To the extent the Company enters into contracts for the sale of Debentures with Warrants for delayed delivery (see "Delayed Delivery Arrangements"), the several Underwriters will receive, in lieu of underwriting discounts and commissions, fees in equivalent amounts. The Company has agreed in the Underwriting Agreement to indemnify the Underwriters against certain liabilities.

3) Before deduction of expenses payable by the Company, estimated at $360,000.

It is expected that delivery of Debentures with Warrants will be made on or about September 20, 1957, except to the extent that contracts for the sale thereof for delayed delivery are entered into by the Company with certain institutional purchasers - see "Delayed Delivery Arrangements".

These securities have not been approved or disapproved by the Securities and Exchange Commission nor has the Commission passed upon the accuracy or adequacy of this Prospectus. Any representation to the contrary is a criminal offense.

Lehman Brothers

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Beane

The date of this Prospectus is September 11, 1957

No person is authorized by the Company or any Underwriter to give any information or to make any representations, other than those contained in this Prospectus, in connection with the offer contained in this Prospectus. This Prospectus does not constitute an offering in any jurisdiction in which such offering may not lawfully be made.

Neither the delivery of this Prospectus nor any sale made through its use shall imply that there has been no change in the affairs of the Company since the date hereof.

Table of Contents

The Company
Purpose of Issue
Capitalization
Summary of Earnings 1)
Business 1)
Property 1)
Description of Debentures 2)
Description of Common Stock
Description of Warrants
Management 2)
Ownership of Capital Stock 1)
Underwriting 1)
Delayed Delivery Arrangements
Opinions of Independent Public Accountants 1)
Financial Statements 1)
Legal Opinions
Experts
Additional Information

In connection with this offering, the Underwriters may overallot or effect transactions which stabilize or maintain the market prices of the Debentures with Warrants and of the Common Stock of the Company at levels above those which might otherwise prevail in the open market. Such transactions as to the Common Stock may be effected on the New York Stock Exchange or otherwise. Such stabilizing, if commenced, may be discontinued at any time.

---

1) Diese Abschnitte wurden weggelassen - d.Verf.
2) Diese Abschnitte sind nur teilweise wiedergegeben - d.Verf.

The Company

Sperry Rand Corporation was incorporated in Delaware on June 30, 1955, by the statutory consolidation of Remington Rand Inc. and The Sperry Corporation. Its principal executive offices are located at 30 Rockefeller Plaza, New York 20, N.Y.

The Company develops and manufactures instruments and controls for defense, civil aviation and the merchant marine; tabulating and business machines and equipment, including electronic data processing equipment, for science, government and industry; hydraulic devices for a variety of applications; farm machinery; and other products and services.

Purpose of Issue

The net proceeds from the sale of the securities offered hereby will be added to the general funds of the Company and will be available for capital expenditures and increased working capital required by the expansion of the Company's activities. The net proceeds from the sale of the Debentures and Warrants will be used initially, however, to reduce outstanding short term bank loans. These loans were incurred to meet working capital requirements. It is expected that in the future the Company will borrow additional funds from banks for working capital.

Capital expenditures in the last two fiscal years have amounted to approximately $108,000,000, of which approximately $67,000,000 was spent in the year ended March 31,1957. It is expected that capital expenditures in the current fiscal year will exceed those for the prior year and that they will continue in a substantial amount for several years. The major portion of the capital expenditures now contemplated will be for the production of data-processing systems for rental; the remainder will be used for the construction of additional manufacturing facilities and the acquisition of new machinery and equipment for existing facilities. The principal portion of the expenditures for plant and equipment will be for facilities to be used in the engineering and production of instruments and controls, and of electronic data-processing systems and other business machines.

Capitalization

The capitalization of the Company as at July 31, 1957, and as adjusted to give effect to the sale of the Debentures and Warrants offered hereby is as follows:

	Outstanding 1)	Adjusted for this Financing 1)
5 1/2 % Sinking Fund Debentures, due September 1, 1982 ($110,000,000 authorized)	None	$110,000,000
3 5/8 % Sinking Fund Debentures, due February 1, 1972 ($61,000,000 authorized)	$ 61,000,000	61,000,000
3 1/8 % Sinking Fund Debentures, due June 1, 1969 ($16,800,000 authorized)	16,800,000	16,800,000
3 7/8 Promissory Notes due 1971/74 ($20,000,000 authorized)	20,000,000	20,000,000
3 1/4 % Promissory Notes due December 31, 1959 ($15,000,000 authorized)	15,000,000	15,000,000
Short Term Bank Loans	116,000,000 2)	116,000,000 2)
$4.50 Cumulative Preferred Stock, par value $25 per share, entitled to $100 per share on redemption, dissolution or liquidation Authorized: 250,000 shares	102,267 shs.	102,267 shs.
Common Stock, par value 50¢ per share Authorized: 50,000,000 3)	28,279,311 shs.	28,279,311 shs.4)

1) Does not include minority interest in consolidated subsidiaries, which aggregated $1,606,202 at March 31, 1957. Also does not include mortgages and other long term debt which aggregated $3,517,977 at March 31, 1957.

2) See Purpose of Issue, above. Does not include bank and other loans payable in foreign currencies

which aggregated $ 15,489,235 at March 31, 1957.

3) See Management for options, for a maximum of 1,500,000 shares, which may be granted under "Incentive Stock Option Plan For Key Employees."

4) Does not include 2,200,000 shares reserved for issuance on exercise of Warrants offered hereby.

.....

Description of Debentures

The Debentures offered hereby are to be issued under an Indenture between the Company and The Chase Manhattan Bank, as Trustee, a copy of which is filed as an exhibit to the Registration Statement. The following statements are subject to the provisions of the Indenture and whenever in any statement a particular Section of the Indenture is referred to, such Section is incorporated by reference and such statement is qualified in its entirety by such reference.

General

The Debentures will be issuable as coupon Debentures in bearer form in the denomination of $1,000, registrable as to principal, and as registered Debentures without coupons in denominations of $1,000 and any multiple of $1,000. The Debentures will mature on September 1, 1982, and will bear interest at the rate shown on the cover page hereof, payable semi-annually on September 1 and March 1, and will be payable as to both principal and interest in the Borough of Manhattan in The City of New York, New York. The Debentures will be direct, unsecured obligations of the Company. (Indenture, Sections 1.01, 1.04.)

.....

Description of Common Stock

Dividend Rights

See Description of Debentures above for restrictions on dividends contained in the Indenture under which the Debentures offered hereby are to be issued. The Indentures and Loan Agreements relating to the Company's outstanding long-term debt contain dividend restrictions based on earnings which at present are less restrictive. In addition, the Indenture relating to the outstanding 3 5/8 % Sinking Fund Debentures prohibits dividends and distributions on and acquisitions of stock of the Company unless after giving effect thereto the Company's consolidated net working capital (as defined in such Indenture) would be at least $150,000,000. Subject to such limitations, the holders of Common Stock are entitled to receive out of the surplus or net profits of the Company such dividends as may be declared by the Board of Directors. Dividends on the Common Stock may be paid when full cumulative dividends at the rate of $4.50 per annum on the Preferred Stock for all past quarterly dividend periods have been paid and dividends at such rate for the current quarterly dividend period have been provided for.

Voting Rights

The Common Stock of the Company is entitled to one vote per share, voting with the outstanding Preferred Stock as one class on all matters, except where a class vote is required by law, but whenever six quarterly dividends payable on the Preferred Stock are wholly or partly in default, and thereafter until all dividends in default have been paid, the holders of Preferred Stock, as a class, are entitled at annual meetings to elect two directors and to vote with the Common Stock in electing the remaining directors.

Liquidation Rights

Upon dissolution or other liquidation of the Company, the holders of Common Stock will be entitled to receive pro rata the assets of the Company remaining after payment of corporate debts and the liquidation preference of $100 per share, plus all accrued and unpaid dividends, on the Preferred Stock then outstanding.

Pre-emptive Rights

The holders of the Common Stock do not have pre-emptive rights.

In the opinion of counsel for the Company, the shares issuable on exercise of Warrants, when issued in accordance with the terms of the Warrants, will be full-paid and non-assessable.

Description of Warrants

Warrants for twenty shares of Common Stock of the Company will be issued for each $ 1,000 principal amount of Debentures, and will entitle the holders to purchase shares of Common Stock at the prices per share and during the periods set forth on the cover of this Prospectus. Warrants will be exercisable only in full or in units of ten shares (as presently constituted, subject to adjustment) or any multiple thereof.

The Warrants initially will be attached to the Debentures. Until March 17, 1958, the Warrants will not be detachable and will be transferable only with the Debentures to which they are attached. Before any Warrant may be transferred separately or exercised, it must be presented for countersignature, accompanied by the appurtenant Debenture, at the corporate trust office of City Bank Farmers Trust Company, Warrant Agent, on or after March 17, 1958, or earlier call of such Debenture for redemption.

The Warrants provide for adjustment of the number of shares purchasable for the same aggregate purchase price upon occurrence of certain events, including stock dividends, split-ups, reclassifications, and the issuance of Common Stock (except in certain circumstances, including issuance on exercise of certain stock options which may be granted to officers and employees) for less than the current per share exercise price. No fractional shares will be issued upon exercise of the Warrants, but the Company will have the option to pay the cash value of any fractional shares otherwise issuable, or to issue scrip certifications in lieu thereof.

Management

.....

Upon the organization of the Company on June 30, 1955 as a result of the consolidation of The Sperry Corporation and Remington Rand Inc., the Company assumed all the options and warrants, theretofore granted under stock option plans of such predecessor companies, to purchase Common Stock of the predecessor companies and thereby agreed, upon exercise of such options and warrants, to issue Common Stock of the Company. The aggregate purchase price specified in each option or warrant was not changed but the number of shares subject thereto was increased to give effect to the basis upon which shares of Common Stock of The Sperry Corporation and Remington Rand Inc., respectively, were converted upon the consolidation into shares of the Common Stock of the Company. The market price of the Common Stock of the Company immediately after the consolidation on June 30, 1955 was approximately $28.75 per share.

The number of shares of the Company's Common Stock covered by options and warrants held on June 30, 1955 by officers and directors of the Company and the option price per share were:

Name	Number of Shares	Price per Share
Harry F. Vickers	68,250	$5.84
Kenneth R. Herman	27,300	5.84
James H. Rand	23,500	8.29
Bernard O. Reuther	8,500	6.93
	12,500	7.38
	12,500	7.835
	12,500	8.29
L. E. Jamison	2,500	7.835
	2,500	8.29
Harry Landsiedel	800	7.38
	12,500	7.835
	12,500	8.29

The options held by Messrs. Vickers and Herman were exercisable on or before January 21, 1963. The warrants held by the others above named were exercisable on October 25, 1955. Since June 30, 1955, all the options and warrants referred to above have been exercised. Those held by Harry F. Vickers and Kenneth R. Herman were exercised at times when the market price of the Common Stock was $24.06 and $25.94, respectively, per

share. Those held by the others above referred to were exercised at a time when the market price was $22.12 per share.

.....

No options to purchase Common Stock of the Company are outstanding at the date of this Prospectus. However, there is in effect an "Incentive Stock Option Plan for Key Employees", approved by the stockholders on July 31, 1956, under which the Board of Directors may from time to time grant options to "key employees" at a price per share not less than 95 % of fair market value at the time of granting. The total number of shares that may be optioned under the Plan is 1,500,000. The Plan itself does not limit the number of shares that may be optioned to any employee. An option can extend no longer than ten years and cannot be exercised within one year after granting, and can be exercised thereafter only to the extent of 20 % of the total number of shares thereunder by the end of the second year, 40 % by the end of the third year, 60 % by the end of the fourth year, 80 % by the end of the fifth year, and in full thereafter. With certain exceptions, no option may be exercised after the expiration of three months from termination of employment. Any person granted an option must agree to continue in the employment of the Company for such period, not less than two years, as the Board of Directors may determine. Provision is made for adjustment in the kind and number of shares and in the option price in the event of a stock dividend, split-up, combination or exchange of shares or recapitalization or change in capitalization. The Board of Directors has authority to interpret and amend the Plan. It is expected that the Board of Directors will grant options for an amount not in excess of 1,000,000 shares in the near future.

.....

Underwriting

Under the terms and subject to the conditions contained in the Underwriting Agreement, the Underwriters named below have severally agreed to purchase from the Company the respective principal amounts of Debentures with Warrants set forth below, less their respective principal amounts of Debentures with Warrants which the

Company contracts to sell pursuant to agreements described under "Delayed Delivery Arrangements". 1)

.....

The Underwriting Agreement provides that the obligations of the Underwriters are subject to the approval of certain legal matters by counsel and to certain other conditions. In case of default by one or more Underwriters, less than all of the Debentures may be sold. Under certain circumstances the commitments of non-defaulting Underwriters may be increased up to 10 %.

Lehman Brothers and Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Beane, Representatives of the Underwriters, have advised the Company that sales to certain dealers may be made at the offering price set forth on the cover page hereof less a concession of not in excess of 1/2 % of the principal amount of the Debentures, and the Underwriters and such dealers may reallow not in excess of 1/4 % of the principal amount of such Debentures on sales to other dealers. After the initial public offering, concessions and reallowances to dealers may be changed by the Representatives.

Delayed Delivery Arrangements

The Company has authorized the Underwriters to solicit, and the Underwriters may solicit, offers by certain institutional investors to purchase Debentures with Warrants attached from the Company at the offering price set forth on the cover page hereof, pursuant to contracts providing for payment and delivery on one or both of the following dates: December 16, 1957; March 14, 1958. Institutions with whom the Company will enter into such contracts and the amount of Debentures to be sold pursuant to any such contract, shall be such as the Company in its discretion may approve. The aggregate principal amount of Debentures to be sold pursuant to all such contracts may also be limited by the Company. The Company will pay to each purchaser under such contracts on each date on which Debentures are delivered to it a commitment fee equal to 1/2 % per annum (computed on the basis of a 360-day year of 30-day months) from the date of delivery to the Underwriters of the Debentures sold

---

1) Es folgen die Namen der Underwriters und die von ihnen jeweils übernommenen Teilbeträge von insgesamt $110,000,000 der Gesamtanleihe - d.Verf.

to them to the date of delivery to such purchaser on the principal amount of Debentures delivered on such date.

Institutions with whom such contracts may be made include commercial and savings banks, insurance companies, pension funds, investment companies, educational and charitable institutions, and others. To the extent that such contracts are entered into, the Company will compensate the Underwriters therefor as set forth on the cover page hereof. Each such contract will be subject to the condition that the sale to the Underwriters of the Debentures not subject to such contracts shall have been consummated on or before October 7, 1957. The Underwriters will not have any responsibility in respect of the validity or performance of such contracts.

To the extent such contracts are entered into, the amount of Debentures with Warrants attached to be purchased by each Underwriter shall be proportionately reduced except where the Representatives of the Underwriters determine that a purchaser has directed that its commitment shall be allocated to a particular Underwriter. The Underwriters may allow a commission of 1/2 % to certain dealers in respect of Debentures for which contracts determined to have been allocated to them are arranged through the Representatives of the Underwriters.

.....

Legal Opinions

The legality of the securities offerd hereby will be passed upon for the Company by Norman B. Frost, Esq. Southern Building, Washington 5, D. C., and for the Underwriters by Brown, Wood, Fuller, Caldwell & Ivey, 70 Pine Street, New York5, N.Y. Mr. Frost is a Director of the Company and was on July 15, 1957 the beneficial owner of 7,507 shares of Common Stock of the Company.

Experts

The Balance Sheet of Sperry Rand Corporation and consolidated subsidiaries as of March 31, 1957, and the Summary of Earnings, Statements of Surplus and schedules of Sperry Rand Corporation and consolidated subsidiaries and its predecessor constituent companies for the years ended March 31, 1956 and 1957, and the Summary of Earnings, Statements of Surplus and schedules for periods prior to April 1, 1955, to the extent that they pertain to Remington Rand Inc. and consolidated subsidiaries and to New Holland Machine Company and the New Holland Machine Division of The Sperry Corporation, have been examined by Ernst & Ernst. The Summary of Earnings, Statements of Surplus and schedules for the periods prior to April 1, 1955, to the extent that they include the consolidated results of operations of The Sperry Corporation and consolidated subsidiaries, have been examined by Lybrand, Ross Bros. & Montgomery. Such financial statements and schedules have been included in this Prospectus and the Registration Statement in reliance upon the respective opinions of Ernst & Ernst and Lybrand, Ross Bros. & Montgomery contained elsewhere in this Prospectus and the Registration Statement and upon their authority as experts.

Additional Information

This Prospectus does not contain all the information set forth in the Registration Statement, certain portions of which have been omitted pursuant to the Rules and Regulations of the Securities and Exchange Commission. The information so omitted may be obtained from the Commission's principal office in Washington, D. C. upon payment of the fees prescribed by the Commission.

Sperry Rand Corporation

By Harry F. Vickers
President

Nordamerikanische Stock Purchase Warrants[1)]

Name	Anzahl der z.Zt.ausstehenden Warrants	Optionspreise und Optionsfristen	Notierung
ALABAMA GAS CORP.	92,529	32.50 to 5-31-61; 33.75 to 5-31-63; 35 to 12-31-64	S-O
ALLEGHANY CORP.	1,999,400	3.75 perpetual	S-A
ANELEX CORP.	45,000	16 to 12-31-61; 17.50 to 12-31-64	O-O
ARMOUR & CO.	311,244	12.50 to 12-31-56; 15 to 12-31-59; 17.50 to 12-31-61; 20 to 12-31-64	S-A
ATLAS CORP.	5,042,092	6.25 perpetual	S-A
AUTOMOBILE BANKING	100,000	Cl. A at 12.50 to 2-1-65; higher prices thereafter to 2-1-71 when wts. expire	O-O
B.S.F. CO.	113,079	1.6 shs. at total of 20 to 5-20-61; 22 to 5-20-62; 23 to 5-20-63; 25 to 5-20-64	A-O
BEVIS SHELL HOMES "1962"	200,000	1 com. and $8 par 9 % debenture 1985 at 9.50 to 12-31-62	O-O
BEVIS SHELL HOMES "1964"	200,000	1 com. and $8 par 9 % debenture 1985 at 9.50 to 12-31-64	O-O
CHADBOURN GOTHAM	550,000	1.02 shs. at total of 6 to 4-1-61; 9 to 4-1-64	S-O
COASTAL STATES GAS $7.50	298,540	7.50 to 6-1-67	O-O
COSTAL STATES GAS $32	340,000	32 to 6-1-67	O-O
COOPER TIRE & RUBBER	87,500	2 shs. at total of 25 to 7-31-64; 30 to 7-31-69	S-O

1) Es handelt sich hierbei um die wichtigsten, inklusive der siebzehn an der American Stock Exchange gehandelten, nordamerikanischen Stock Purchase Warrants. Stand März 196[illegible] Vgl. Fried, Sidney, a.a.O., Seite 62 ff.

2) S steht für New York Stock Exchange; A für American Stock Exchange; O für Market over-the-Counter; die erste Angabe bezieht sich auf den Notierungsort der Common Shares, die zweite auf den der Stock Purchase Warrants.

Name	Anzahl der z.Zt.ausstehenden Warrants	Optionspreise und Optionsfristen	Notierung
COVE VITAMIN	108,000	3.50 to 1-13-62; 4 to 1-13-63; 4.50 to 1-13-64; 5 to 1-13-66	O-O
CRUMPTON BUILDERS	150,000	2 shs. com. and $10 par 9 % conv.debenture 1981 at 14 to 1-10-64	O-O
DORSEY CORP.	140,000	9.62 to 4-30-69	A-O
FEDDERS CORP.	152,492	1.05 shs. at 15.87 per sh. to 5-31-62	S-O
FOOD FAIR PROPERTIES	150,000	3.50 to 6-15-69	O-O
GENERAL ACCEPTANCE CORP.	250,000	20 to 11-1-69	S-A
GENERAL BUILDERS	213,000	3 to 4-30-69	A-O
GENERAL TIRE & RUBBER $25	240,000	25 to 10-1-62; 27.50 to 10-1-67	S-O
GENERAL TIRE & RUBBER $70	47,430	3.25 shs at total of 60 to 9-15-59; 65 to 9-15-60; 70 to 9-15-61	S-O
GENERAL TIRE & RUBBER $75	29,508	3.25 shs at total of 70 to 6-15-59; 75 to 6-15-61	S-O
GUERDON INDUSTRIES, INC.	260,000	2 wts. plus $12.25 buys 1 Cl. A sh. to 1-15-62; 14.25 to 1-15-63	A-A
HILTON HOTELS	450,000	42 to 10-15-63; 46 to 10-15-67; 50 to 10-15-71	S-A
INVESTMENT CO. OF AMERICA	132,257	10.97 shs. at 10.48 per sh. perpetual	O-O
KERR-McGEE OIL "1964" WTS.	100,000	1.06 shs. at total of 80 to 6-30-64	S-O
KERR-McGEE OIL "1967" WTS.	35,000	1.02 shs. at total of 80 to 6-30-67	S-O
KEYES FIBRE	500,000	18 from 6-1-61 to 11-30-63; 21 to 11-30-65; 25 to 11-30-70	O-O
LAKE ONTARIO PORTLAND CEMENT	671,376	3 to 12-31-61; 3.50 to 12-31-63; 4.50 to 12-31-66	O-O
LEHIGH VALLEY INDUSTRIES	1,429,514	3.50 to 7-15-61; 4 to 7-15-62; 4.50 to 7-15-64	S-O

Name	Anzahl der z.Zt.ausstehenden Warrants	Optionspreise und Optionsfristen	Notierun
MACK TRUCKS, Inc.	191,090	1.4 shs. at total price of 43 to 9-1-61; 45 to 9-1-63; 47.50 to 9-1-65; 50 to 9-1-66	S-A
MARTIN COMPANY	200,000	2.1 shs. at total of 40 to 11-1-63; 45 to 11-1-68	S-A
MIAMI WINDOW CORP.	700,000	3.50 to 3-1-64; 5 to 3-1-69	O-O
MOLYBDENUM CORP. OF AMERICA	176,284	1.02 shs. at total price of 30 to 10-18-63	A-A
NATIONAL EQUIPMENT RENTAL	75,000	5 to 1-13-63; 7 to 1-31-65	A-O
NATIONAL HOMES	500,000	Cl. B at 9.50 to 10-1-64; 10.85 to 10-1-69	O-O
NATIONAL THEATRES	1,688,532	4 wts. plus 11-7/8 buys 1 sh. to 3-1-63; higher prices thereafter; 19-7/8 to 3-1-74 when wts. expire	S-O
PACIFIC PETROLEUMS LTS.	600,000	19 to 3-31-68	A-A
PENNSYLVANIA GAS & WATER	80,000	27.50 to 12-31-62	O-O
PIONEER FINANCE "1960" WTS.	62,500	16 to 11-1-62; 17.50 to 11-1-65	O-O
PROGRESS MANUFACTURING	175,000	6/10ths sh. com. at total of 11 to 7-15-64	A-O
PUBLIC SERVICE OF NEW MEXICO	162,000	31.25 to 6-30-61; 33.75 to 7-1-63	O-O
RIO ALGOM	2,670,000	13/100ths sh. at 23.07 per sh. to 12-31-66	A-A
SEABOARD & WESTERN AIRLINES	177,500	3 to 11-1-65	A-O
SHERATON CORP.$10	254,700	1.2 shs. at total price of 10 to 10-1-64	S-O
SHERATON CORP.$25	294,200	1.2 shs. at total price of 25 to 9-1-66	S-O
SPEEDRY CHEMICAL	47,000	7.12 to 9-2-64	A-O
SPERRY RAND CORP.	2,200,000	1.02 shs. at 25 to 9-16-63; 28 to 9-15-67	S-A
SYMINGTON WAYNE CORP.	263,973	10 to 5-31-63; 15 to 5-31-68	S-A
TELEREGISTER CORP.	120,000	15 to 5-1-63; 17 to 5-1-65	O-O

Name	Anzahl der z.Zt.ausstehenden Warrants	Optionspreise und Optionsfristen	Notierung
TEXAS NATIONAL PETROLEUM	650,000	3.50 to 1-1-65; 4.50 to 1-1-70; 5.50 to 1-1-75	O-O
TEXTRON INC.	600,000	25 to 5-1-64; higher prices thereafter 45 to 5-1-84 when wts. expire	S-A
TRI-CONTINENTAL CORP.	920,000	1.27 shs. at 17.76 per sh. perpetual	S-A
UNITED INDUSTRIAL CORP.	501,000	2 wts. plus 17 buys 1 sh. to 11-15-69	S-A
U.S. SHELL HOMES	50,000	7.50 to 12-15-75	O-O
URIS BUILDINGS	200,000	12.50 to 5-1-75	O-O
VAN NORMAN INDUSTRIES	124,656	16.50 to 3-31-65	S-A
WALNUT GROVE PRODUCTS	150,000	10 to 3-1-64; 11 to 3-1-67; 12 to 3-1-70	O-O
DEL E. WEBB CORP.	800,000	6.25 from 6-1-61 to 12-1-75	O-O

L e b e n s l a u f

Am 19.11.1935 wurde ich, Bernt Rohrer, als Sohn des Dr.rer.pol. Herbert Rohrer und seiner Ehefrau Kätie geb. Claussen, in Berlin-Dahlem geboren. 1941 trat ich in Berlin in die Volksschule ein. Infolge der zunehmenden Bedrohung der Stadt durch Bombenangriffe siedelte meine Mutter mit uns Kindern 1943 nach Krün/Obb. um, wo ich dann auch die Volksschule bis 1945 besuchte.

Von 1945 bis 1953 war ich Schüler der Oberschule in Garmisch-Partenkirchen. Nach Ablegung meines Abiturs im Juni 1953 ging ich für die Dauer eines Jahres nach Cambridge/England. Nach meiner Rückkehr im Jahre 1954 begann ich das Studium der Betriebswirtschaft an der Universität Köln. Nach meiner Exmatrikulation war ich von September 1955 bis März 1956 als Volontär beim Bankhaus C.G. Trinkaus tätig. Während des Sommersemesters 1956 und Wintersemesters 1956/57 studierte ich an der Universität Lausanne. Seit dem Sommersemester 1957 war ich an der Universität München immatrikuliert. Im Sommer 1957 besuchte ich die USA auf Grund eines Programms des International Research Fund, New York. Nach dem Wintersemester 1957/58 legte ich an der hiesigen Universität den juristischen Teil des Diplomkaufmannexamens ab. Im Sommer 1958 arbeitete ich als kaufmännischer Volontär bei der Firma Krauss-Maffei A.G. Am 17. Februar 1960 bestand ich die Diplomprüfung für Kaufleute an der Ludwig-Maximilians-Universität zu München.